

Vliv ekonomického vývoje na repatriaci zisku z ČR

Bc. Kamil Trčka

Diplomová práce
2025



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav ekonomie

Akademický rok: 2024/2025

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení:	Bc. Kamil Trčka
Osobní číslo:	M23042
Studijní program:	N0413A050023 Ekonomika podniku a podnikání
Specializace:	Podnikání a ekonomika podniku
Forma studia:	Prezenční
Téma práce:	Vliv ekonomického vývoje na repatriaci zisku z ČR

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Proveďte rešerši literárních zdrojů a teoretických poznatků vztahujících se k problematice odlivu zisků z přímých zahraničních investic včetně vlivu ekonomického vývoje národního hospodářství.

II. Praktická část

- Analyzujte ekonomický vývoj České republiky.
- Analyzujte vývoj objemu repatriace zisku z České republiky.
- Zhodnoťte ekonomický vývoj České republiky jako faktor determinující objem repatriovaného zisku.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

ČERNÁ, Iveta; MÜLLER, David a ŠTĚRBOVÁ, Ludmila. *Foreign direct investment and investment policy*. Prague: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2017. ISBN 978-80-245-2218-0.
MANDEL, Martin a DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
MANKIW, N. Gregory. *Macroeconomics*. Tenth edition. New York: Macmillan International Higher Education, 2019. ISBN 978-1-319-24358-6.
QUOC, Trung Tran. *Dividend policy : a business perspective*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2024. ISBN 978-1-83797-988-2.
RASOULI GHAHROUDI, Mehdi; HOSHINO, Yasuo a TURNBULL, Stephen. *Foreign direct investment: ownership advantages, firm specific factors, survival and performance*. New Jersey: World Scientific, 2019. ISBN 978-981-323-839-8.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Milan Damborský, Ph.D.**
Ústav ekonomie

Datum zadání diplomové práce: **10. února 2025**
Termín odevzdání diplomové práce: **25. dubna 2025**

L.S.

doc. Ing. Michal Pilík, Ph.D.
děkan

doc. Ing. Petr Novák, Ph.D.
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 10. února 2025

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb., v platném znění bez ohledu na výsledek obhajoby;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému a bude dostupná k nahlédnutí;
- jedno vyhotovení diplomové práce v listinné podobě bude ponecháno Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně k uložení;
- na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- podle § 60 odst. 1 autorského zákona má Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci – nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá; neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji, že

- jsem na diplomové práci pracoval(a) samostatně a použitou literaturu jsem řádně citoval(a); v případě publikace výsledků budu uveden(a) jako spoluautor;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou obsahově totožné.

Ve Zlíně, dne

.....
podpis autora

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá vlivem ekonomického vývoje na repatriaci zisku z přímých zahraničních investic v České republice. Cílem práce je zjistit, zda ekonomický vývoj, determinuje repatriaci zisku zahraničním investorům. V této práci je ekonomický vývoj představován především hrubým domácím produktem. V návaznosti na cíl práce byla stanovena hypotéza, že ekonomický růst vede k růstu zisků a ty se projevují ve vyšší míře repatriace. V teoretické části jsou definovány základní pojmy související s PZI, jejich role, přínosy a dopady na hostitelskou ekonomiku. Praktická část obsahuje analýzu makroekonomického vývoje České republiky. Na tu navazují případové studie konkrétních zahraničních investic v ČR a závěrečná kapitola využívající ekonometrickou analýzu pro identifikaci vztahu mezi HDP, realizovaným ziskem PZI, a následně mezi tímto ziskem a výší repatriovaných dividend. Výsledky ukazují, že růst HDP a další faktory jako je výše realizovaného zisku, výše nevypaceného zisku za předešlá období a fáze životního cyklu investice mohou významně ovlivňovat dividendovou politiku a tím i výši repatriovaného zisku.

Klíčová slova: přímé zahraniční investice, hrubý domácí produkt, repatriace zisků, případová studie, ekonometrická analýza

ABSTRACT

This thesis deals with the influence of economic development on the repatriation of profits from foreign direct investment (FDI) in the Czech Republic. The aim of the thesis is to determine whether economic development determines the repatriation of profits to foreign investors. In this thesis, economic development is represented primarily by gross domestic product. In connection with the aim of the thesis, a hypothesis was established that economic growth leads to growth in profits and these are reflected in a higher rate of repatriation. The theoretical part defines the basic concepts related to FDI, their roles, benefits and impacts on the host economy. The practical part contains an analysis of the macroeconomic development of the Czech Republic. This is followed by case studies of specific foreign investments in the Czech Republic and a final chapter using econometric analysis to identify the relationship between GDP and realized FDI profits, and subsequently between this profit and the amount of repatriated dividends. The results show that GDP growth and other factors such as the amount of realized profit, the amount of unpaid profit for previous periods, and

the stage of the investment life cycle can significantly influence dividend policy and thus the amount of repatriated profit.

Keywords: foreign direct investment, gross domestic product, profit repatriation, case study, econometric analysis

Rád bych tímto poděkoval panu doc. Ing. Milanu Damborskému Ph.D. za vedení mé diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD.....	13
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	14
I TEORETICKÁ ČÁST.....	15
1 PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE	16
1.1 DEFINICE PZI	16
1.2 HLEDISKA VYMEZENÍ PZI	19
1.3 ROLE A DOPADY PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC.....	22
1.3.1 Role přímých zahraničních investic	22
1.3.2 Dopady přímých zahraničních investic	27
1.4 PODPORA PŘÍLIVU PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC	28
2 REPATRIACE ZISKU A EKONOMICKÝ RŮST	30
2.1 EKONOMICKÝ VÝVOJ, DEFINICE A MĚŘENÍ	30
2.1.1 Hospodářský růst.....	30
2.1.2 HDP.....	31
2.1.3 Ekonomický cyklus	32
2.2 REPATRIACE ZISKU, DEFINICE, MĚŘENÍ A DETERMINUJÍCÍ FAKTORY	35
2.2.1 Definice repatriace zisku.....	35
2.2.2 Determinanty repatriace zisku.....	35
2.2.3 Měření	40
2.3 EKONOMICKÝ VÝVOJ JAKO FAKTOR DETERMINUJÍCÍ OBJEM REPATRIOVANÉHO ZISKU	40
II PRAKTICKÁ ČÁST.....	43
3 EKONOMICKÝ VÝVOJ ČESKÉ REPUBLIKY.....	44
3.1 HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	44
3.2 NEZAMĚSTNANOST.....	52
3.3 PLATEBNÍ BILANCE.....	54
3.4 CENOVÁ HLADINA	61
3.5 OBJEM INVESTIC.....	65
3.6 PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE	68
4 VÝVOJ OBJEMU REPATRIACE ZISKU Z ČR.....	71
4.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA REPATRIACE ZISKU Z ČR	71
4.1.1 Shrnutí makroekonomické analýzy repatriace zisku a ekonomiky ČR	81
4.2 ANALÝZA REPATRIACE ZISKU VYBRANÝCH VÝZNAMNÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC REALIZOVANÝCH V ČESKÉ REPUBLICE	82
4.2.1 Bosch Powertrain s.r.o.	85
4.2.2 T-Mobile Czech Republic a.s.....	91

4.2.3	Československá obchodní banka, a.s.	97
4.2.4	Shrnutí případových studií	104
5	EKONOMICKÝ VÝVOJ ČR JAKO FAKTOR DETERMINUJÍCÍ OBJEM REPATRIOVANÉHO ZISKU	106
5.1	MODEL 1: ZÁVISLOST REALIZOVANÉHO ZISKU PZI NA HDP	107
5.1.1	Regresní model	107
5.1.2	Koeficienty funkce	108
5.1.3	Výsledná funkce	108
5.1.4	Statistická verifikace	108
5.1.5	Ekonometrická verifikace.....	110
5.1.6	Výsledek.....	113
5.2	MODEL 2: ZÁVISLOST ODLIVU DIVIDEND PZI NA ZISCÍCH REALIZOVANÝCH PZI	114
5.2.1	Regresní model.....	115
5.2.2	Koeficienty funkce	115
5.2.3	Výsledná funkce	115
5.2.4	Statistická verifikace	116
5.2.5	Ekonometrická verifikace.....	117
5.2.6	Výsledek.....	119
5.3	VÝSLEDEK EKONOMETRICKÉ ANALÝZY	120
	ZÁVĚR.....	122
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	124
	SEZNAM GRAFŮ	134
	SEZNAM TABULEK.....	135
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	136
	SEZNAM PŘÍLOH.....	137

ÚVOD

Téma repatriace zisků z přímých zahraničních investic (PZI) patří k významným tématům v rámci hospodářské politiky a budoucího ekonomického vývoje České republiky. Minulý ekonomický růst byl silně podpořen přílivem přímých zahraničních investic. Po několika letech konvergence české ekonomiky však nastala doba kdy se začínají projevovat také negativní důsledky těchto investic.

V podmínkách otevřené ekonomiky, jakou je Česká republika, představuje repatriace zisků zásadní determinant ovlivňující tok kapitálu, strukturu platební bilance, hrubý domácí produkt a další makroekonomické ukazatele.

Práce je zaměřena na zkoumání vztahu mezi ekonomickým vývojem, reprezentovaným především ukazatelem HDP a výší zisků, které zahraniční investoři z České republiky repatriují. Ústřední myšlenkou práce je hypotéza, že růst hrubého domácího produktu vede k růstu zisků realizovaných podniky přímé zahraniční investice a ty se projevují následně vyšší repatriací dividend. Téma je aktuální zejména s ohledem na rostoucí objem repatriovaných dividend. Tento vývoj má značné makroekonomické důsledky a může zpomalit budoucí ekonomický růst. Konkrétní projevy tohoto problému jsou patrné v rámci české ekonomiky jako celku, ale dají se demonstrovat i na úrovni vybraných podniků, které jsou pod zahraniční kontrolou.

V práci byly realizovány případové studie tří významných společností působících v České republice, kterými jsou Bosch Powertrain s.r.o., T-Mobile Czech Republic a.s. a Československá obchodní banka, a.s. V těchto studiích je analyzován vývoj podniku, jejich výkonnost a především vztah mezi vývojem HDP, ziskem a repatriací dividend, který je ústředním bodem práce.

Tyto případové studie doplňuje ekonometrická analýza, která kvantitativně ověřuje hypotézy o závislosti mezi růstem HDP, výší realizovaných zisků a repatriovanými dividendami.

Očekávaným přínosem této diplomové práce je identifikace klíčových faktorů, které ovlivňují odliv zisků do zahraničí, a především posouzení, zda a jakým způsobem ekonomický růst přispívá k jejich výši. Výsledky mohou napomoci k hlubšímu porozumění dividendové politiky zahraničních investorů v podmínkách České republiky.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem diplomové práce je zhodnotit ekonomický vývoj České republiky jako faktor determinující objem repatriovaného zisku. Dílčími cíli je analyzovat ekonomický vývoj České republiky a vývoj repatriovaného zisku

Za ústřední ukazatel vyjadřující ekonomický vývoj byl zvolen hrubý domácí produkt, jakožto nejkompexnější parametr.

Na základě zvoleného cíle byla stanovena výzkumná hypotéza, že ekonomický růst, vede k růstu zisků podniků přímých zahraničních investic a ten se projevuje jejich vyšší repatriací.

Pro ověření této hypotézy byla zpracována makroekonomická analýza České republiky, přičemž její část byla zaměřena přímo na problematiku přímých zahraničních investic a repatriaci jejich zisků. Následně byly zpracovány tři případové studie na konkrétních firmách. Ty představují významné přímé zahraniční investice, avšak s rozličnými obory podnikání, nákladovou strukturou a dalšími parametry. To dává předpoklad pro získání širokého pohledu na odliv dividend z přímých zahraničních investic a jejich kvalitativní analýzu. Analyzovaná data pochází z účetních závěrek společností. Pro zhodnocení makroekonomického vývoje a případové studie byla využita analýza sekundárních dat, komparativní a deskriptivní analýza.

Kvantitativní, ekonometrická analýza se skládá ze dvou regresních modelů. První model zkoumá vztah mezi vývojem HDP a ziskem z PZI, druhý model zkoumá vztah mezi ziskem z PZI a odlivem dividend. Zdroji dat pro ekonometrickou analýzu je statistický portál přímých zahraničních investic vedeného ČNB. Modely byly testovány na ověření statistické a ekonometrické významnosti.

TEORETICKÁ ČÁST

1 PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE

1.1 Definice PZI

Černá ve své knize uvádí, že definice PZI napříč literaturou je v podstatě shodná a nese společné klíčové znaky.

Těmito klíčovými znaky PZI jsou:

Investice

- Samotný převod aktiv nebo finančních prostředků, za účelem jejich zhodnocení.

Převzetí kontroly

- Investice slouží k vytvoření nebo získání společnosti, která bude zahraničním subjektem ovládána.

Mezinárodní prvek

- Investice je uskutečňována zahraničním subjektem.

Dlouhodobý vztah

- Takto vytvořená nebo získaná společnost je dlouhodobě řízená za účelem dosažení zisku.

(Černá a kol., 2017, s. 7)

Jednou z řady dostupných, je definice ČNB: „*Přímá zahraniční investice je taková přeshraniční investice, která odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu (podnik přímé investice), který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika přímého investora. Trvalá účast implikuje existenci dlouhodobého vztahu mezi přímým investorem a přímou investicí a významný vliv na řízení podniku*“. Definice tak obsahuje všechny klíčové znaky a je v souladu s tvrzením Černé.

(ČNB, ©2022a)

Do roku 2016 byly PZI také definovány přímo v zákoně č. 219/1995 Sb., devizový zákon. Ten byl však zákonem č. 323/2016 Sb. zrušen.

(Zákon č. 323/2016 Sb.)

Do PZI Česká národní banka zahrnuje nejen původní transakci, ale také všechny následující kapitálové transakce mezi majetkově propojenými podniky, přičemž nepodmiňuje existenci podniku zápisem společnosti v obchodním rejstříku.

Přímá zahraniční investice je tak tvořena:

- základním kapitálem
- reinvestovaným ziskem
- ostatním kapitálem.

Základní kapitál je vklad zahraničního subjektu do základního kapitálu podniku, reinvestovaný zisk představuje část nerozděleného zisku domácí ovládané společnosti připadající na podíl zahraničního investora. Ostatní kapitál zahrnuje vzájemné závazky a pohledávky mezi podniky, což mohou být různé dodavatelské úvěry nebo dluhové cenné papíry.

(Wokoun, Tvrdouš a kol., 2010, s.14)

Pro ocenění stavu základního kapitálu tuzemského podniku, jenž není obchodován na veřejných trzích, se používá ocenění účetní hodnotou. Pro investice do podniků obchodovaných na veřejných trzích se pak používá ocenění tržní hodnotou. Toky zahraničních investic jsou oceněny v hodnotách, jakých byly uskutečněny, tedy tržní cenou.

Země původu přímé zahraniční investice je určena podle adresy sídla bezprostředního investora. Jen doplňkově je sledována také podle sídla konečného vlastníka, přičemž konečný vlastník, je takový podnik, který není dceřinou společností žádného dalšího subjektu, může se jednat o právnickou nebo i fyzickou osobu.

(ČNB, ©2022a)

Česká národní banka v rámci měření PZI vychází z mezinárodních manuálů BPM6 a OECD BD4.

Data pro vedení statistiky PZI získává ČNB z:

- národních a mezinárodních registrů
- z vlastních dotazníkových šetření, dle vyhlášky č.235/2013 Sb.

Tyto data jsou následně upraveny o:

- odhady za podlimitní nebo nereagující instituce

- zjevné chyby.

Vše je kontrolováno se zrcadlovými statistikami zahraničních institucí. Relevantnost statistiky závisí především na úplnosti, kvalitě a včasnosti vstupních dat z výkazů. Česká národní banka sleduje také geografické a odvětvové členění PZI.

(ČNB, ©2022a)

Manuál OECD dále upřesňuje podmínky pro splnění dlouhodobého podílu ve společnosti. Zahraniční investor musí vlastnit alespoň 10% hlasovacích práv podniku.

V praxi jsou ale rozlišovány tři skupiny podniků PZI, pro které platí různé poměry na hlasovacích právech. Pro dceřiné společnosti platí, že zahraniční subjekt musí držet alespoň 50% hlasovacích práv, u přidružených společností je to 10% až 50% hlasovacích práv a u poboček (kvazikorporací) společností platí, že musí být 100% ovládány zahraniční mateřskou společností.

(OECD, 2008, s. 17)

Cílem přímých investic je získání podílu umožňujícího přístup k řízení podniku, tento podíl však nemusí být nutně kontrolní.

(OECD, 2008, s. 22)

Řada zahraničních společností však není ochotna PZI realizovat, pokud nemají alespoň 51% kontrolní podíl. Případnou přijatelnou alternativou je vytváření společného podniku s dalšími subjekty, kdy žádná ze stran nedisponuje většinovým podílem.

(Ghahroudi, Hoshino, Turnbull, 2019, s.1 - 2)

Vazba mezi PZI a zahraničním vlastníkem je úzká, představují vnitřní organizační expanzi nadnárodní společnosti.

(Ghahroudi, Hoshino, Turnbull, 2019, s.5)

Pro porovnání, cílem nepřímých (portfoliových) je užívat zisků plynoucích z akvizic, prodeje akcií a dalších cenných papírů.

(OECD, 2008, s. 22)

Cílem investorů portfoliových investic tak není získat právo účastnit se na řízení společnosti ale maximalizace finančního výnosu z předmětné investice. Tito investoři tak vyhledávají investice s nejvyšším možným výnosem při zohlednění daných rizik. Většinou se tak jedná o krátkodobější investice, prováděné především finančními institucemi, jednotlivci nebo

institucionální investory. U PZI se jedná o dlouhodobější investice, realizované především výrobními podniky, nebo podniky poskytující služby. Investoři PZI, na rozdíl od portfoliových investorů sledují výnosnost investice prostřednictvím objemu nově vytvořeného vlastního kapitálu ve firmě, tedy vytvořeného zisku. Důležitou vlastností portfoliových investic, na rozdíl od PZI je také lehký přesun kapitálu a to díky tomu, že je investice obecně realizována za pomoci veřejně obchodovatelných nástrojů, jako jsou již třeba zmiňované akcie.

(Ferenčíková a kol., 2013, s. 14)

1.2 Hlediska vymezení PZI

Přímé zahraniční investice lze hodnotit na základě čtyř kritérií. Prvním je míra kontroly zahraniční firmy nad domácím podnikem, dalšími jsou motiv pro který zahraniční firma realizovala PZI, způsob jakým PZI realizovala a čtvrtým je oblast specializace zahraniční firmy.

1. Míra kontroly

Podle míry kontroly, jak již bylo dříve uvedeno, rozlišujeme PZI na podniky s menšinovým zahraničním podílem, tedy od 10% do 50% podílu na vlastním jmění nebo hlasovacích právech společnosti a na podniky pod zahraniční kontrolou, držící kontrolní podíl. Výše potřebného kontrolního podílu je dána rozdělením vlastnické struktury podniku. Samotná autonomie podniku závisí také na způsobu řízení mateřské organizace.

2. Motiv vstupů

Motivy zahraniční společnosti realizovat PZI v dané zemi, mohou být různé. Srholec ve své knize identifikuje tři takové motivy.

Větší tržní podíl

Se získáním většího podílu na trhu je spojený růst tržeb, ale také snížení nákladů na zásobování trhu, jako jsou přepravní náklady, nebo také cla. S tímto druhem zahraniční expanze je však spojeno vytlačování domácích producentů z trhu.

Nákladová optimalizace výroby

Druhým motivem je nákladová optimalizace samotné výroby. Ta je dána existencí potřebných výrobních faktorů v daném místě, jako je levná pracovní síla, znalostní báze nebo dostupnost přírodních zdrojů. Produkce, těchto nákladově orientovaných investic, je

převážně určena na export a organizace společnosti je více integrována s mateřskou společností.

Získání specifických aktiv

Těmi mohou být patenty nebo obchodní značky. Tento motiv je často propojen s motivem nákladové optimalizace.

(Srholec, 2004, s.12 - 14)

Mendel a Durčáková k těmto motivům přidávají ještě motiv využití výhodnějších daňových podmínek, snížení devizového rizika a diverzifikaci vstupů, výstupů a zisku.

Výhodnější daňové podmínky

Ty mohou být dány, nižší sazbou ze zisku právnických osob nebo výhodnějším způsobem výpočtu daňového základu. Investor však musí sledovat i způsob výpočtu a výši sazby pro zdanění dividend v hostitelské zemi. Důležitým faktorem je také existence smluv o zamezení dvojího zdanění, které mohou pro zahraniční společnost ovlivnit pozitivně nebo negativně místo zdanění dividend dceřiné společnosti.

Snížení transakční a devizové expozice

Zahraniční společnosti realizují PZI aby zvýšily pravděpodobnost, že výrobní vstupy a výstupy budou realizovány na stejném trhu. V případě, kdy by zahraniční společnost nezaložila dceřinou společnost a dovážela své zboží na tento trh, čelila by měnovému riziku. Při nominálním zhodnocení její měny, by pro ni došlo k znehodnocení pohledávek vedených v měně místa kde uskutečnila PZI. Při reálném zhodnocení její měny by pak již export nemusel být dostatečně efektivní.

Reálné zhodnocení měny nastává, když vzroste cenová hladina na domácím trhu mateřské společnosti, poklesne cenová hladina na zahraničním trhu anebo dojde k nominálnímu zhodnocení kurzu měny mateřské společnosti.

Diverzifikace vstupů, výstupů a zisku

Prostřednictvím PZI lze také diverzifikovat vstupy, výstupy a zisk. Primárně jsou dceřiné společnosti zakládány pro diverzifikaci vstupů. Zatímco cílové destinace pro výstup je možné diverzifikovat také prostřednictvím zahraničního obchodu i bez založení dceřiné společnosti, a je tedy možné exportovat do velkého množství zemí, u vstupů toto neplatí. Není totiž možné dostatečně diverzifikovat všechny zdroje vstupů prostřednictvím importu.

Zisk je diverzifikován tím, že hospodářské cykly v jednotlivých zemích nejsou shodné, což napomáhá stabilizovat tržby mezinárodní společnosti a také tím, že v případě změny poptávky na jednom trhu má tato změna stejný dopad jak na cenu vstupů tak i výstupů.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 278 - 280)

3. Způsob vstupu

Zahraniční investor, volí mezi třemi metodami způsobu vstupu na trh. Může realizovat investici na zelené louce (greenfield), investici na hnědé louce (brownfield) a nebo fúze a akvizice (Mergers and acquisition).

Investice na zelené louce

Výhodou je, že investor není omezen žádnými již existujícími strukturami a může realizovat investici, přesně podle svých potřeb. Nevýhodou je, že zahájení produkce je opožděno. Tuhle metodu využívají nadnárodní firmy, které pro realizaci investice potřebují využívat jen běžně dostupné výrobní faktory v dané zemi.

Investice na hnědé louce

Mezi investicí na hnědé louce a M&A, není právní rozdíl. Prakticky má však blíže k investicím na zelené louce. Dochází jak ke změně vlastnické struktury, tak i k investicím do restrukturalizace. Právě touto metodou byla realizována většina PZI v rámci privatizace během transformace ekonomiky v ČR.

Fúze a akvizice

Využívá se tehdy, když přebíraný podnik, disponuje nějakou strategickou konkurenční výhodou a náklady realizace na zelené louce by byly dražší než převzetí domácí společnosti. Dochází tak k okamžitému převzetí tržního podílu, produkčních kapacit i aktiv. Zahraniční společnost tak může těžit z technologie, obchodní značky a distribučních kanálů domácí společnosti.

Joint ventures

Alternativou k výše uvedeným může být joint ventures. Jedná se o smluvní spolupráci, strategickou spolupráci dvou nebo více samostatných či mateřských společností. Výsledkem je vznik zcela nového právního subjektu. Tato aliance může vzniknout jak mezi zahraničními podniky, tak i mezi domácím a zahraničním podnikem. Jedná se o jedinou formu strategické aliance, při které vzniká nový právní subjekt.

4. Specializace mateřské firmy

Poslední hledisko, kterým lze hodnotit PZI je specializace mateřské firmy. Specializace vychází z fragmentace produkčního řetězce, což je rozdělení celého produkčního řetězce do jednotlivých fází. Rozlišujeme tak produktově orientované firmy (vertikální PZI), které mají v jednotlivých pobočkách rozdílné fáze výrobního procesu výrobku a procesně orientované firmy (horizontální PZI), ty mají v každé pobočce podobné fáze produkčního řetězce.

(Srholec, 2004, s.12-14)

Ferenčíková kromě horizontálních a vertikálních investic ještě rozlišuje investice konglomerátní. Jedná se o takové investice, které nesouvisí s původním předmětem podnikání mateřské společnosti. Většinou tak jednají s cílem diverzifikace rizika nebo za účelem investování volných peněžních prostředků.

(Ferenčíková a kol., 2013, s. 16)

Pro každou přímou zahraniční investici je možné definovat všechna výše uvedená hlediska, zároveň platí, že je možná jakákoliv vzájemná kombinace charakteristik PZI, ačkoliv některé kombinace jsou častější než jiné.

(Srholec, 2004, s.12-14)

1.3 Role a dopady přímých zahraničních investic

1.3.1 Role přímých zahraničních investic

Investice všeobecně jsou klíčovým zdrojem růstu národních ekonomik. Růst kapitálu, vede ke zvýšení produkční kapacity, produktivity a nabídky v dlouhém období.

Přímé zahraniční investice tak jsou uznávány jako jeden ze základních zdrojů růstu globální ekonomiky a to prostřednictvím šíření technologií, podpory produktivity, konkurenceschopnosti, pozitivním působením na mezinárodní obchod a otevřenost ekonomik. Investice tak tímto zvyšují celkové světové čisté jmění.

(Černá, 2017, s. 11 - 12)

Využívání PZI má oproti dluhovému kapitálu řadu výhod:

- Nezvyšuje se poměr hrubého zahraničního dluhu k HDP země, jenž sledují investoři.
- Rizika spojená s PZI se přenáší na zahraničního investora.

- Repatriace zisků je méně pravděpodobná, než nutnost splatit zahraniční dluh.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 280)

Hostitelské země tak často spoléhají na to, že prostřednictvím PZI doplní chybějící domácí kapitál, a že ten tak poslouží jako zdroj ekonomického růstu. Tohoto využívají především rozvojové země, které se ocitly v tzv. bludném kruhu chudoby.

(Černá, 2017, s. 13)

U tranzitivních ekonomik však není hlavním problémem rozdíl mezi tvorbou úspor a poptávkou po investicích ale chybějící know-how, které by umožňovalo produkovat moderní výrobky.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 280)

Roli hrají přímé zahraniční investice především v oblastech

Zaměstnanost, produktivita, transfer moderních technologií

- Zvyšování kvalifikace pracovních sil, prostřednictvím školení, třeba i v centrále zahraniční společnosti.
- Navázání dodavatelsko-odběratelských vztahů s místními firmami, byť nutno zdůraznit, že často mají zahraniční firmy již svého vlastního dvorního dodavatele, kterého upřednostní na úkor domácích konkurenceschopných dodavatelů. Tento jev však může následně také vést k přilákání těchto dodavatelů do hostující země, což znamená příliv nových PZI.
- Vznik nových pracovních míst a to především u PZI vznikajících na zelené louce, které jsou často spojeny s požadavkem na kvalifikovanější pracovní sílu. To však podle některých autorů může vyvolat sekundární nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Celkový dopad přímých zahraničních investic tak někteří hodnotí jako neutrální.
- Růst produktivity s dopadem na konkurenceschopnosti domácí ekonomiky na světovém trhu. Zde je však nutné zdůraznit riziko vzniku duální ekonomiky, tedy existenci na jedné straně prosperujících zahraničních společností a na straně druhé upadajících domácích firem. Řada autorů tento jev pozoruje na příkladu České republiky.

Přístup na nové trhy

- Lepší přístup domácích, dceřiných společností na zahraniční trhy, díky využití prodejních kanálů mateřské společnosti, či rovnou díky výrobě pod její obchodní značkou.

Technologický transfer

- Lze rozlišit PZI na ty, které know-how jen využívají a na ty které ho vytvářejí. Negativem řady PZI je utlumení výzkumu a vývoje v zemi dceřiné společnosti, neboť ten bude probíhat v zemi mateřské společnosti. Pozitivem ale může být přísun nového know-how do domácí ekonomiky, díky tomu, že má domácí firma možnost využívat patenty a inovace vyvinuté mateřskou společností.

(Wokoun, Tvrdoň a kol., 2010, s.24 - 25)

Vliv na Platební bilanci

Přímé zahraniční investice jsou v platební bilanci zachyceny na běžném i na finančním účtu.

Běžný účet je PZI ovlivněn prostřednictvím výnosů ze základního kapitálu:

- vyplacenými dividendami
- reinvestovanými zisky
- úrokovými výnosy, za úvěry poskytnutých mateřskou společností, své dceřiné společnosti v hostitelské zemi

PZI ovlivňují stav finančního účtu prostřednictvím:

- vloženého základního kapitálu formou PZI
- reinvestovaného zisku
- Ostatního kapitálu, kam zahrnujeme objem úvěrů poskytnutých dceřiné společnosti, její mateřskou společností

(Marková, 2014, s.23)

Běžný účet zachycuje pohyby spojené s PZI v položce prvotní důchody:

- Odliv dividend, reinvestování zisků a úrokové výnosy přispívají k negativnímu saldu běžného účtu a zapisují se na debetním účtu.

Finanční účet zachycuje pohyby spojené s PZI v položce přímé investice

- Příliv nových PZI jakožto vklad do základního kapitálu, reinvestování zisku nebo poskytnutí úvěru od mateřské společnosti, navyšuje pasivní stranu, protože se jedná o nárůst zahraničních závazků a přispívá k negativní bilanci finančního účtu.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 20 - 26)

Stav běžného a finančního účtu platební bilance, takže i PZI, ovlivňují investiční pozici hostitelské země vůči zahraničí.

Saldo na běžném účtu platební bilance, včetně položek týkající se PZI, má přímý vliv na změnu salda výkazu investiční pozice hostitelské země.

Pokud je saldo běžného účtu aktivní, dochází k růstu pohledávek hostitelské země vůči zahraničí, potažmo k poklesu závazků hostitelské země vůči zahraničí.

Pokud je saldo běžného účtu pasivní, dochází k poklesu pohledávek hostitelské země vůči zahraničí, potažmo k růstu závazků hostitelské země vůči zahraničí.

Pohyby PZI zachycené na finančním účtu platební bilance, se však nemusí propat do výkazu o investiční pozici. Protože zatímco platební bilance zachycuje tokové veličiny, výkaz o investiční pozici zachycuje stavové veličiny.

K tomuto rozkolu dochází tehdy, když zahraniční investor získá podíl v podniku, který bude menší jak 10% a následně by v dalších letech provedl další obdobné nákupy, až by jeho celkový podíl ve společnosti přesáhl oněch 10% potřebných pro zařazení investice mezi PZI. V okamžiku uskutečnění prvního nákupu by byla tato investice zachycena na finančním účtu platební bilance pouze jako portfoliová investice. Při uskutečnění dalších dílčích nákupů, které by byly individuálně pod hranicí 10% ale v konečném součtu, by byl celkový podíl ve společnosti vyšší jak 10%, dochází k tomu, že tyto dílčí investice budou stále vedeny na finančním účtu jako portfoliové investice, ale ve výkazu o investiční pozici by již šlo o PZI.

Marková však dodává, že se jedná spíše o metodický problém, daný pojetím PZI a jejich následným zachycením ve výkazu tokových a stavových veličin.

Skutečný problém pro platební bilanci však představuje položka reinvestovaného zisku.

(Marková, 2014, s.23)

Reinvestovaný zisk je část zisku po zdanění, který vytvořil podnikatelský subjekt a který není vyplacen majitelům. V případě, že hovoříme o reinvestovaném zisku vzniklého prostřednictvím PZI, zůstává tak tento zisk v hostitelské zemi a navyšuje tak objem zahraničního kapitálu.

(Jurečka a kol., 2017, s.338)

Reinvestovaný zisk však může mít podobu jen dočasně ponechaných peněžních prostředků, aniž by tak byly tyto prostředky reálně investovány.

(ČNB, ©2025)

Ke zkreslení platební bilance vlivem reinvestic dochází, protože je výkaz platební bilance založen na podvojném principu. Reinvestovaný zisk, který zůstává v zemi je veden na běžném účtu jako odliv zisků a přispívá tak k negativnímu saldu běžného účtu a zároveň je veden jako příliv nového kapitálu na finančním účtu, navyšuje jeho pasivní stranu, tedy závazky vůči zahraničí a přispívá k negativní bilanci finančního účtu. Avšak poptávka a nabídka, na devizovém trhu není v tímto ovlivněna, protože reálně nedochází ke směně měny. Reinvestované zisky tak nemají skutečný dopad na vnější rovnováhu země, jen na saldo běžného a bilanci finančního účtu.

Zkreslovat platební bilanci, obdobně jako reinvestované zisky může také položka dividend. K tomuto stavu dochází tehdy když podnik, který představuje PZI vytvoří zisk, který není reinvestován, je tak vykázán jako dividendy a není repatriována do zahraničí.

Jako vždy přispívá položka dividend k negativnímu saldu běžného účtu. Pokud je uložena na bankovním účtu v hostitelské zemi, navýší zároveň položku ostatních investic na finančním účtu a pokud došlo k nákupům akcií či obligací jiné společnosti v domácí ekonomice navýší položku portfoliových investic na finančním účtu. V obou případech zvyšuje negativní saldo finančního účtu.

Dochází tak ke zkreslení mezi položkami platební bilance, které jsou tímto ovlivněny a reálnou vnější ekonomickou rovnováhou, která ovlivněna touto operací není. Nedochází k růstu poptávky devíz na trhu.

U zemí, které v minulosti zaznamenaly vysoký příliv PZI pak, hrozí, že v okamžiku, kdy začnou tyto investice vytvářet zisk, bude docházet k jejich repatriaci do zahraničí. Toto zapříčiní růst deficitu prvotních důchodů a tím pádem i celého běžného účtu platební bilance

(Brada, Tomšík, 2004, s. 318 - 319)

Dopad to bude mít i na vnější rovnováhu, kdy repatriace zisků povede ke zvýšení poptávky po devizách. Ve stejném období navíc dochází i k omezení přílivu nových PZI, což má za následek naopak omezení nabídky devíz. Probíhat může také odliv PZI, což vede stejně jako repatriace zisků ke zvýšení poptávky po devizách.

(Srholec, 2004, s.79)

1.3.2 Dopady přímých zahraničních investic

Platnost dopadů PZI na hostitelskou ekonomiku, nelze jednoznačně určit. Vždy závisí na okolnostech při kterých se PZI realizují.

(Černá, 2017, s. 14)

Dopady přímých zahraničních investic lze sledovat z různých hledisek.

Dopady mohou být:

- Krátkodobé/dlouhodobé

Mezi pozitivní dopady PZI v krátkém období patří především nárůst objemu exportu, čímž je bezdlužně financován běžný účet platební bilance. PZI tak zlepšují vnější rovnováhu a podporují stabilitu měny. Dalším pozitivním dopadem je také růst nabídky pracovních míst a případné příjmy státu z privatizovaného majetku. Nutno však podotknout, že jednorázový příliv zahraničního kapitálu, může naopak měnový kurz tlačit k apreciaci domácí měny. Dalším negativním projevem PZI mohou být daňové úlevy a dotace z veřejných rozpočtů

V dlouhém období následně podle Srholce začne proti každému pozitivnímu dopadu působit, i vlivem nepřímých efektů PZI, jejich negativní protějšek. Platební bilance, tak může být vlivem repatriace zisků z PZI nebo samotným odlivem PZI naopak vychýlena.

(Srholec, 2004, s. 44)

- Přímé/nepřímé
- Makroekonomické/mikroekonomické
- Celonárodní/regionální(exogenní růst)

(Wokoun, Tvrdoň a kol., 2010, s.24)

- Sociální a enviromentální
- Ohrožení národní bezpečnosti, vyplývající z moci, nedostatečné kontroly a netransparentnosti nadnárodních korporací

(Černá, 2017, s. 13 - 14)

1.4 Podpora přílivu přímých zahraničních investic

Mezi ekonomy ani mezi politiky nepanuje jasná shoda v otázkách intenzity zapojení PZI do domácí ekonomiky. Rizika jsou viděna především v dlouhodobých dopadech, jako je repatriace zisků do zahraničí, ohrožení ekonomické a politické nezávislosti země.

Nepanuje ani shoda na tom, zda PZI bezmezně podporovat prostřednictvím daňových úlev, nebo je korigovat prostřednictvím minimální kapitálové účasti případně omezením pro odliv zisků.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 271)

Pro podpoření přílivu PZI je nutné provést řadu institucionálních změn. Mezi tyto změny v postupném pořadí patří:

- Zavedení tržního kurzu.
- Zajištění směnitelnosti měny pro zahraniční subjekty, a to jak pro běžné tak i kapitálové operace.
- Vytvoření motivujícího daňového systému.
- Uzavření mezinárodních dohod o ochraně investic a dohod o zamezení dvojího zdanění.

Dalšími faktory podporující příliv PZI do země jsou:

- Politická stabilita
- Hospodářská stabilita

- Kursová politika centrální banky a kursový systém, který by měl redukovat devizová rizika spojená s investicemi.

Nejdiskutovanějším faktorem je systém investičních pobídek, která není některými ekonomy považována za tak jednoznačně pozitivní přístup. Upozorňují například na to, že nově vytvořené pracovní místo se tímto stává příliš drahým, diskriminují domácí výrobce, podporuje vznik korupčního prostředí, prohlubují deficit bilance výnosů a že vedou k soutěžení o PZI mezi státy, což tlačí na poskytování čím dál vyšších pobídek.

Mezi příklady investičních pobídek patří:

- Sleva na dani z příjmu právnických osob po určitou dobu
- Finanční podpora na pracovní místo
- Finanční podpora na školení a rekvalifikaci zaměstnanců
- Převod pozemků
- Finanční podpora na pořízení majetku

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 280 - 281)

2 REPATRIACE ZISKU A EKONOMICKÝ RŮST

2.1 Ekonomický vývoj, definice a měření

2.1.1 Hospodářský růst

Hospodářský růst neznamená růst reálného HDP, nýbrž růst potenciálního HDP, znamenající růst produkční kapacity země.

K růstu potenciálního HDP dochází tehdy když země začne:

- využívat nové zdroje přírodních surovin
- akumuluje kapitál
- zavádí lepší technologie
- lépe se zapojuje do mezinárodní dělby práce.

Impulzy k hospodářskému růstu tak najdeme dle Holmana jen na straně nabídky výrobních faktorů. Růst poptávky podle něj sice vyvolává expanzi ale vede jen ke krátkodobému růstu HDP nad potenciální produkt, za růstu cenové hladiny. Růst poptávky má význam v období recese, kdy je ekonomika pod potenciálním produktem a pomáhá jí tak dostat se zpět.

(Holman, 2016, s. 509 - 510)

Potenciální produkt ekonomiky, je takový produkt, který je vzniká při

- přirozené míře nezaměstnanosti
- při využívání očekávaných kapitálových kapacit, kdy nevznikají neplánované zásoby

Růst potenciálního produktu je ovlivněn především

- růstem kapitálu
- technologickým pokrokem

Je tedy ovlivněn především produkční funkcí, která se tak používá i pro jeho odhad, neboť vyčíslení potenciálního produktu je velmi obtížné.

(Holman, 2004, s. 324 - 325)

Zdroje růstu lze rozdělit na exogenní a endogenní.

- Exogenní zdroje jsou nezávislé na ekonomickém vývoji země a patří sem třeba zeměpisná poloha země.
- Endogenní zdroje růstu jsou závislé na ekonomickém vývoji země a patří sem třeba objem kapitálu, který se v hospodářství používá.

Pohled na technologický pokrok, jakožto na exogenní nebo endogenní proměnou není napříč teoriemi jednotný.

Podle způsobu využití zdrojů rozlišujeme hospodářský růst extenzivní a intenzivní.

- Extenzivního růst je dosaženo využíváním většího objemu výrobních faktorů.
- Intenzivního růstu je dosaženo technologickým pokrokem. Zpředmětný technologický pokrok znamená efektivnějším využíváním výrobních faktorů a to díky růstu kvalifikace pracovní síly nebo růstem technické úrovně kapitálových statků. Bezpředmětného technologického pokroku je pak dosaženo efektivnějším řízením.

(Soukup a kol., 2022, s. 430 - 431)

2.1.2 HDP

Hrubý domácí produkt vyjadřuje hodnotu v peněžních jednotkách všech finálních statků a služeb, vyprodukovaných během jednoho roku výrobními faktory alokovanými ve sledované zemi.

(Jurečka a kol., 2017, s. 27)

Dle Mankiwa se jedná o nejdůležitější makroekonomickou veličinu, jejíž růst vede k růstu životní úrovně obyvatelstva.

(Mankiw, 2019, s.45)

Rozlišujeme však nominální HDP, které vyjadřuje hodnotu produkce v cenách daného roku a reálné HDP, které vyjadřuje hodnotu produkce v cenách běžného období. Reálné vyjádření HDP pomáhá porovnávat skutečnou hodnotu produktu v čase, bez vlivu změn cenové hladiny. Nominální vyjádření se hodí pouze pro analýzu struktury HDP v rámci jednoho sledovaného období.

(Pošta, 2018, s.14)

Pro stanovení výše HDP je využíváno tří metod

Výdajová metoda

$$HDP = C + I + G + NX \quad (1)$$

C = Spotřební výdaje domácností na statky (krátkodobé, dlouhodobé) a výdaje na služby.

I = Hrubé fixní investice + změna stavu zásob

G = Běžné a investiční výdaje vlády.

NX = Čistý export zboží a služeb

Spotřební výdaje tvoří převážnou část HDP České republiky.

Výrobní metoda

$$HDP = \text{hodnota produkce} - \text{meziprodukt} + \text{daně z produktů} - \text{dotace} \quad (2)$$

Největší přidané hodnoty v ČR dosahuje zpracovatelský průmysl.

Důchodová metoda

$$HDP = \text{mzdy, platy, náhrady zaměstnancům} + \text{zisky firem} + \text{renty} + \text{čisté úroky} + \text{amortizace} + \text{nepřímé daně-subvence} \quad (3)$$

(Brčák a kol., 2014, s. 15 - 17)

2.1.3 Ekonomický cyklus

Potenciální produkt a HDP se střetávají při popisu hospodářského cyklu ekonomiky.

Za hospodářské cykly jsou obecně považovány výkyvy v:

- Reálném HDP
- Zaměstnanosti
- Investiční činnosti
- Soukromé a veřejné(vládní) spotřeby

(Jurečka a kol., 2017, s. 262)

- Realizovaných zisků

(Brčák a kol., 2018, s. 210-211)

Ekonomické veličiny lze dále rozdělit na procyklické, kontracyklické a acyklické, případně podle jiného členění na předstihové, zpožděné, koincidentní.

Procyklické veličiny, pohybující se stejným směrem jako reálné HDP.

- Spotřeba domácností(C), Soukromé investice(I), dovoz(Im), peněžní zásoba(M)

Kontracyklické veličiny, pohybující se opačným směrem jako reálné HDP.

- Míra nezaměstnanosti

Acyklické, pohybující se pokaždé jinak než reálné HDP.

- Reálné úrokové sazby, vládní výdaje (G)

Předstihové veličiny

- Indexy akciových trhů, měnová zásoba (M), firemní investice do zásob

Zpožděné veličiny

- Míra inflace, míra nezaměstnanosti

Koincidentní veličiny, kopírující vývoj reálného HDP

- Soukromá spotřeba (C)

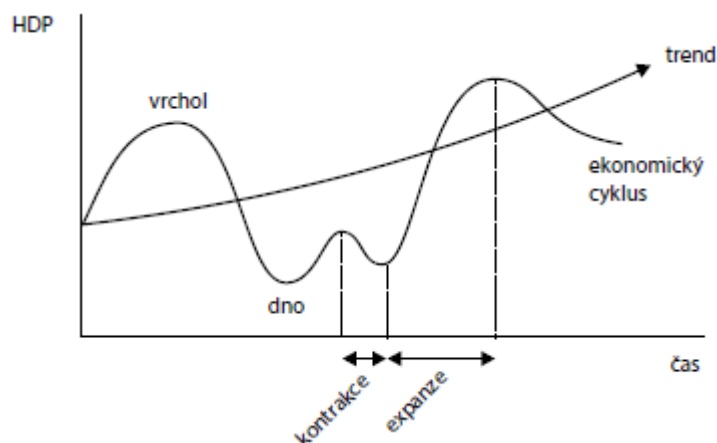
(Jurečka a kol., 2017, s.266 - 267)

V praxi se však sledování ekonomického cyklu omezuje pouze na porovnávání výše:

- Reálného HDP
- Potenciálního produktu

Rozdílem mezi těmito dvěma veličinami vzniká produkční mezera.

(Brčák a kol., 2018, s. 210- 211)



Graf 1 Fáze ekonomického cyklu (Jurečka a kol., 2017, s. 262)

Fáze expanze(konjunktura)

Mezi základní znaky patří především růst spotřeby domácností(C) a s tím související růst produkce a zisků firem. Pro uspokojení poptávky firmy také vykazují vyšší investiční činnost(I). Roste tak reálný produkt a zaměstnanost. Stát vybírá více na daní a tak rostou i veřejné výdaje (G) dané investicemi státu.

Fáze vrcholu

Představuje bod, kdy ekonomika dosahuje nejvyššího výkonu. Začínají se však projevovat převis nabídky nad poptávkou, kdy poptávka slábne ale firmy stále naplno vyrábí. Dodatečné výrobní faktory firmy poptávají už i v zahraničí, vysoká zaměstnanost a reálný produkt převyšuje potenciální. Hrozí přehřátí ekonomiky s následujícím velkým poklesem ekonomiky.

Fáze kontrakce(recese)

Výkon ekonomiky již zpomaluje a to alespoň dvě po sobě jdoucí čtvrtletí. Poptávka slábne, množí se nevyužité zásoby a firmám klesají zisky a firmy omezují investice. Roste nezaměstnanost a reálný HDP klesá. Klesá příliv zahraničního kapitálu. Dlouhodobou kontrakci označujeme jako depresi.

Fáze dna (sedlo)

Bod nejnižší ekonomické aktivity. Reálný HDP je na svém minimu a hluboko pod potenciálním produktem. Ceny jsou stlačeny na minimum, firmy začínají inovovat aby zaujaly zákazníky. Následuje oživení a přechod do fáze expanze.

(Brčák a kol., 2018, s. 213 - 214)

2.2 Repatriace zisku, definice, měření a determinující faktory

Ekonomický zisk firem je při existenci konstantních výnosů z rozsahu produkční funkce, maximalizaci zisku a existenci konkurence nulový. Účetní zisk firem je tak představován odměnou za poskytnutí výrobního faktoru kapitálu, který většina firem spíše vlastní, než pronajímá.

$$\text{Účetní zisk} = \text{ekonomický zisk} + \text{MPK} * K \quad (4)$$

(Mankiw, 2019, s. 55)

Repatriace zisků do zahraničí je přirozeným efektem PZI a jako takový nevypovídá o stabilitě či výkonu hospodářství. Může však naznačovat strukturální problémy ekonomiky a to v případě, že je jeho výše neúměrná vzhledem k jeho objektivním determinantům.

(Chmelař a kol., 2016, s.4)

2.2.1 Definice repatriace zisku

Česká národní banka sleduje celkový důchod vytvořený PZI dle vzorce:

$$\begin{aligned} \text{Důchod z PZI} = & \text{repatriované dividendy} + \text{reinvestovaný zisk} \\ & + \text{úroky z přijatých úvěrů v rámci skupiny} \end{aligned} \quad (5)$$

(ARAD, ©2025g)

Repatriace zisku, spolu s reinvesticí je jedním ze dvou možných způsobů uplatňování majetkových práv na důchod ze svých aktiv. Lze jej definovat jako odliv části zisku vytvořeného zahraniční společností v hostitelské zemi.

(Marková, Artlová, 2023, s. 645)

2.2.2 Determinanty repatriace zisku

Výše repatriovaného zisku je dána dividendovou politikou společnosti, která je ovlivněna životním cyklem investice.

(Marková, Artlová, 2023, s. 645)

Dividendová politika společnosti

Dividendová politika představuje stanovení parametrů jakým bude vyplácen podnikový zisk. Určuje výši vyplácené dividendy, způsob jejího vyplácení, průběh vyplácení a také jakou formou bude dividenda vyplacena.

Cílem dividendové politiky je maximalizace bohatství vlastníka, v našem případě zahraničního investora.

(Růčková, Roubíčková, 2012, s; 216)

Maximalizací bohatství však nemusí být dosaženo jen vyplácením co nejvyšších dividend ale také reinvestováním zisku zpět do společnosti pro zajištění jejího růstu.

Rozhodování o dividendové politice je součástí finančního a investičního rozhodování, které se provádí v rámci řízení kapitálové struktury podniku.

Pokud firma bude vyplácet nižší dividendy, zůstane jí více prostředků pro investiční činnosti, případně se tím také vyhne nutnosti využívat externí financování.

(Baker, Powell, 2005, s. 401)

Podle Hrdého dnes firmy využívají tři rozličné dividendové politiky

- Politika stálého dividendového podílu

Podnik stanovuje fixní podíl vyplácených dividend k realizovanému zisku. Dnes se od jeho používání ustupuje, z důvodů nestability vytvořených zisků a tím i vyplácených dividend.

- Stabilní dividendová politika

Absolutní výše vyplácených dividend je stále stejná. Tento druh politiky je u akcionářů velmi oblíbeny. Poskytuje jim v dynamickém světě pocit stability.

- Reziduální dividendová politika

Je založena na předpokladu, že podnik by měl reinvestovat svůj zisk do té doby dokud je schopen dosáhnout vyššího zhodnocení, než jsou náklady obětované příležitosti jeho akcionářů.

(Hrdý, 2019, s. 6 - 7)

Podnik nejprve stanoví kapitálový rozpočet určitý na investiční akce a identifikuje zdroje financování, kterými jsou dosud nevyplácený zisk a vlastní kapitál. Až po profinancování vyplatí dividendy z přebytečného zisku

(Růčková, Roubíčková, 2012, s; 219)

Zahraniční investoři realizující PZI mohou mít požadavek na vyšší výplatu dividend než domácí investoři.

Na dividendovou politiku může dle empirických studií mít vliv:

Finanční pozice, ziskovost a peněžní toky firmy

Některé studie říkají, že vstupem PZI může dojít ke zlepšení finanční výkonnosti podniku a to vlivem využívání nových technologií a dostupnosti nových trhů.

Orientace na reinvestice

Ty snižují objem vyplacených dividend. Některé studie v rozporu s předchozím bodem, ukázaly, že s přílivem PZI vzrostl podíl reinvestovaného zisku.

Způsob řízení společnosti a preference akcionářů

Vstup zahraničních investorů, může způsobit změnu v organizační struktuře podniku. Zahraniční investoři také inklinují k požadavku na vyšší výplatu dividend.

Institucionální faktory

Především sem patří práva a ochrana investorů, transparentnost výsledků a řízení podniku, vymahatelnost práva.

Odvětví a země PZI

U podniků průmyslových a podniků poskytující služby studie poukazují na to, že u nich docházelo k vyšším výplatám dividend. Stejně tak může mít na výši dividend vliv ekonomická úroveň země.

Dynamické faktory

Na dividendovou politiku, může mít vliv délka trvání investice, nebo také vývoj trhu ve kterém se nachází.

(Olaoye, Potter, 2024, s. 6 - 7)

Finanční životní cyklus PZI

Životní cyklus investice do velké míry určuje jaký podíl zisku bude reinvestován a repatriován.

(Marková, Artlová, 2023, s. 645)

Životní cyklus investice lze rozdělit na celkem tři fáze.

Fáze vstupu

Zahraniční společnost, realizuje investici v hostitelské zemi. formou jedné z již výše uvedených možných metod vstupu, tedy greenfield, brownfield nebo metodou Mergers and acquisition. Tato investice z počátku realizuje ztrátu nebo jen nízké zisky, což je dáno vysokými počátečními náklady spojenými se zahájením investice. V případě, že se jedná o PZI prostřednictvím akvizice, může být toto období poměrně krátké, v porovnání s dalšími metodami vstupu a někdy nemusí ani nastat. Obecně se však považuje za to, že v případě PZI realizovaných v tranzitivních ekonomikách panuje potřeba rozsáhlé restrukturalizace a investic do místních podniků.

V první fázi v konečném důsledku platí že, přidružená společnost hospodaří se ztrátou, nevyplácí dividendy a nereinvestuje zisky protože žádné zisky nevytváří.

Fáze růstu

Přidružená společnost zaznamenává úspěch na trhu a začíná generovat zisk. Tento zisk je však zpět reinvestován za účelem dalších investic do vybavení, rozšíření výroby nebo také jako zdroj provozního kapitálu. Z počátku druhé fáze je tak většina zisků zpět reinvestována. Postupem času, jak zisky rostou může již začít mateřská společnost vyžadovat repatriaci zisků.

Délka druhé fáze je determinována

- Velikostí domácího a zahraničního trhu, který určuje velikost poptávky a s tím i potřebnou maximální kapacitu výroby.
- Dostupností vhodných alternativních zdrojů financování.

Repatriace zisků z investice

Třetí fáze, je fází zralosti přímé zahraniční investice. Podíl společnosti na trhu je konstantní. Zisková marže je stabilní, případně může i klesnout, a to pokud konkurence na trhu začne narušovat postavení společnosti nebo odvětví začne upadat.

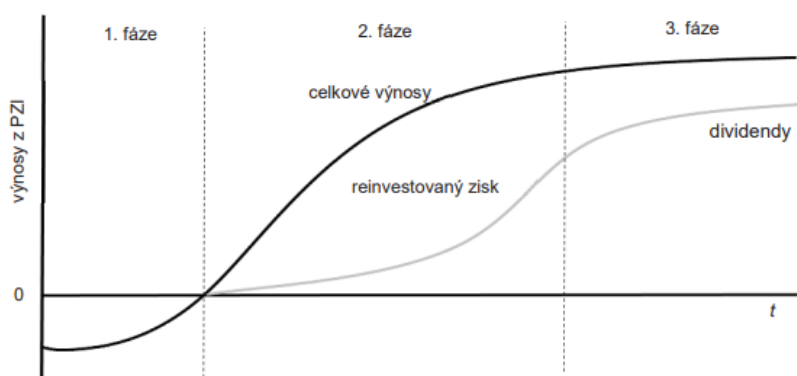
Mateřská společnost tak dochází k rozhodnutí, repatriovat zisk z PZI a využít ho k financování dalších investičních akcí, které budou nabízet lepší zhodnocení.

Výše reinvestovaného zisku klesá a to jak v absolutním vyjádření, tak i poměrově k výši realizovaného zisku.

(Brada, Tomšík, 2009, s. 8)

Podle výzkumu Novotného na panelu vyspělých i rozvíjejících se zemí je celková délka cyklu 16 let a maximální, 10-ti % ziskovosti bylo dosaženo po 7 letech. Parametry vývoje však závisí na procesu konvergence, kterým si daná země prochází. U zemí střední a východní Evropy byla délka cyklu 15 let a nejvyšší ziskovosti 16% bylo dosaženo v 8 roce. Na konci cyklu platí, že roční ziskovost je nulová a kumulativní ziskovost dosáhla maxima.

(Novotný, 2018, s.18)



Graf 2 Vývoj životního cyklu PZI (Marková, Artlová, 2023, s.645)

Kromě výše zmíněných můžou být dle rešerše Pavelková a VU dalšími determinanty odlivu zisků.

Výše daňových sazeb v hostitelských zemích

Zahraniční společnosti, které realizovali PZI musí platit daň z příjmu právnických osob v hostitelské zemi a někdy také musí platit repatriovaný zisk ve své domovské zemi. Toto může ovlivnit rozhodování firmy o repatriaci a nebo reinvestici zisku. Dle studii by měla vyšší daňová sazba v hostitelské zemi vést k vyšší míře repatriace.

Vývoj měny hostitelské země

Vývoj kurzu mezi domácí a zahraniční měnou, může mít dle studií vliv na míru repatriace zisku. Znehodnocení měny investora PZI může mít negativní dopad na návratnost jeho investice a naopak zhodnocení měny investora může vést k vyššímu výnosu z dividend. Depreciace zahraniční měny může firmy vést ke snížení repatriace a zvýšení reinvestic,

protože pro firmu bude výroba v zahraničí levnější. Apresiasi zahraniční měny naopak povede k růstu repatriace zisku.

Vývoj finančního trhu

V zemích, ve kterých je finanční trh vyspělejší můžou být nižší náklady na získání kapitálu a financování a to může vést ke snížení repatriovaného zisku.

Existence potenciálních investičních příležitostí

Pokud investor PZI vidí příznivé investiční podmínky a výnosné investiční příležitosti, může snížit objem repatriovaného zisku, zisk reinvestovat a případně zvýšit příliv nového kapitálu. Podíl repatriovaného zisku odráží vnímání mateřské společnosti o možných investičních příležitostech. Za měřítko existence potenciálních investičních příležitostí, lze považovat růst HDP a nebo růst zisků společností.

(Pavelková, Vu, 2023, s. 60 - 61)

2.2.3 Měření

ČNB eviduje odliv dividend z PZI na běžném účtu platební bilance. Konkrétně pak v bilanci prvotních důchodů na výdajové straně ve složce důchody z přímých investic.

(ČNB, ©2016)

Dividendy, stejně jako další toky zahraničních investic jsou oceněny v hodnotách, jakých byly uskutečněny, tedy tržní cenou.

(ČNB, ©2022a)

2.3 Ekonomický vývoj jako faktor determinující objem repatriovaného zisku

PZI často míří do konvergujících ekonomik. Tyto ekonomiky prochází postupným vývojem, který má celkem čtyři fáze. První fází je mladá tranzitivní ekonomika, během této dochází k dovozu technologií, kapitálu a know-how. Zralá tranzitivní ekonomika se vyznačuje rostoucí kapitálovou zásobou, ta se projevuje růstem exportu, zisk je reinvestován. Ve fázi posttranzitivní ekonomiky dochází k poklesu reinvestovaného zisku a k růstu repatriace. Při přechodu na expandující a vyspělou ekonomiku se již země stává vývozcem PZI.

(ČNB, ©2018)

Dále, jak již bylo uvedeno výše, existuje řada makroekonomických determinantů, které všeobecně ovlivňují výši vyplácených dividend.

Quoc říká, že firmy v zemích, které mají vysoký národní důchod, nízkou inflaci a rozvinutý akciový trh mají tendenci vyplácet vyšší dividendy.

(Quoc, 2024, s.67)

Marková taktéž uvádí, že investoři při vyplácení dividend zohledňují již zmíněné faktory, jakožto i růst HDP a to v přímé souvislosti s PZI.

(Marková, 2014, s. 26)

Firmy, které podnikají v zemích s vyšším HDP tak mají snazší přístup k financování svých aktivit a mohou si dovolit vyplácet vyšší dividendy. Růst HDP také znamená zvýšení spotřeby obyvatelstva, které vede k růstu tržeb a následně může vést i k vyšším ziskům a také její vyšší výplatě majitelům. Na druhou stranu, však vysoký růst ekonomiky vytváří růst investičních příležitostí, což může naopak znamenat, že firmy budou reinvestovat své zisky, na úkor vyplácení dividend.

(Quoc, 2024, s.72 - 73)

Tuto teorii, lze podrobněji vyjádřit.

Země, kterých se týká odliv zisků do zahraničí, jsou otevřenými ekonomikami u kterých rozlišujeme čtyři typy subjektů. Jedná se o domácnosti, firmy, vládu a zahraničí.

Důchody (tržby) firem jsou tvořeny výdaji zbylých ekonomických subjektů:

- Spotřebními výdaji domácností (C)
- Vládními výdaji (G)
- Výdaji jiných firem na své investiční akce (I)
- Čistým exportem (EX)

Tyto získané důchody firmy používají:

- na úhradu nákladů spojených s výrobou a fungováním podniku
- úhradu daní
- vyplácení podílu na zisku
- tvorbu hrubých úspor, což představuje:

- Hodnotu opotřeбенého fixního kapitálu
- Objem nevyplacených zisků, tedy čisté úspory podniku

(Brčák a kol., 2018, s.29)

Nárůst výdajů ostatních ekonomických subjektů tak vede i k nárůstu důchodů firem, včetně těch, které jsou považovány za PZI a ty mohou vést k realizování vyššího zisku a vyplacených dividend.

V případě, kdy firmy skutečně budou reinvestovat své zisky, dojde sice k poklesu vyplacených dividend, nic méně následně tyto investice povedou ke zvýšení zisků a tím nejspíše i dividend a to vlivem tzv. důchodotvorného účinku investic.

Ten znamená, že realizovaná investice, zahajuje multiplikační proces vzniku důchodů, který následně zvyšuje spotřebu. Investice jedné firmy se stává důchodem pro firmu, která investici prováděla, ta zvýšila svoji spotřebu a ta se stala důchodem někoho dalšího. Přírůstek investic tak vytváří dodatečné důchody, které následně vyvolávají růst spotřeby.

(Holman, 2016, s. 440 - 441)

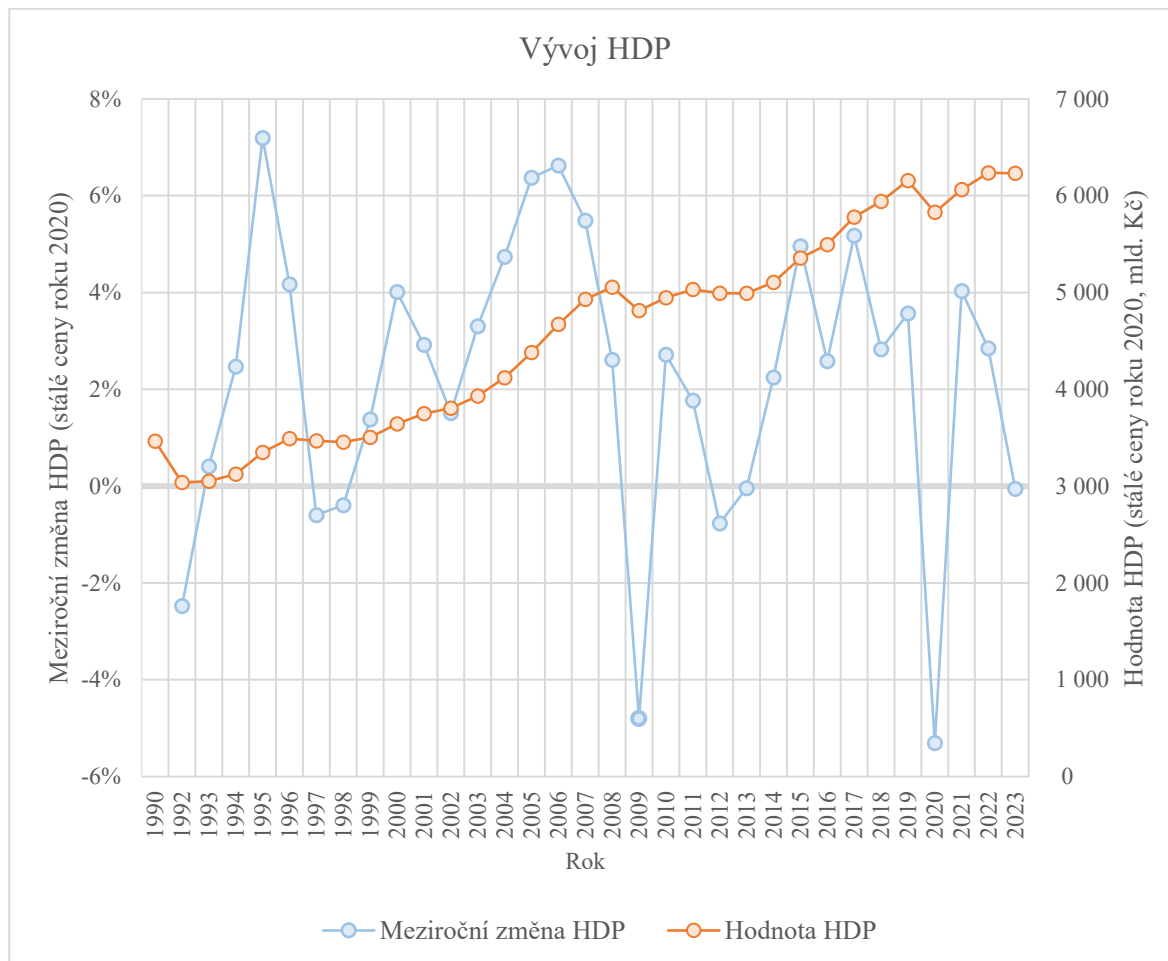
I reinvestovaný zisk tak vede k růstu jednotlivých složek rovnice pro výpočet produktu (HDP), což následně generuje další důchody firem.

(Brčák a kol., 2018, s.32 - 33)

PRAKTICKÁ ČÁST

3 EKONOMICKÝ VÝVOJ ČESKÉ REPUBLIKY

3.1 Hrubý domácí produkt



Graf 3 Vývoj HDP (vlastní zpracování; ČSÚ, ©2025a)

Graf zachycuje meziroční změny v procentech a absolutní celkové hodnoty HDP v České republice, ve stálých cenách roku 2020, které představují vhodný způsob pro sledování vývoje v čase. Rok 2020 představuje rok, kdy ještě nedocházelo k markantnímu růstu cenové hladiny. Pro sestavení byla použita výdajová metoda.

Ekonomika ještě tehdejšího Československa, se vlivem otřesů po sametové revoluci, v roce 1991 oproti předchozímu roku propadla skokově o 10,1 %, přičemž tomuto propadu předcházelo dlouhé období postupného úpadku socialistického hospodářství. Tak významný propad byl způsoben pádem východního bloku, ztrátou tehdejších odbytišť. Za další příčinu lze také považovat cenovou liberalizaci a vysoký růst inflace.

(Chmelař a kol., 2016, s.13)

Výkon dále klesal, byť ne tak vysokým tempem až do roku 1993, kdy již začala ekonomika růst. Největší růstu vůbec, zaznamenala česká ekonomika roku 1995, kdy hospodářství vzrostlo meziročně o 7,2 %. Dále ekonomika s výjimkou let 1997 a 1998, ať už vyšším či nižším tempem rostla.

Dle Zamrazilové a kol., byl pozitivní vývoj let 1994-1999 byl ovlivněn především vysokou domácí poptávkou po spotřebě a investicích, který však nebyla schopna uspokojit domácí nabídka, a tak došlo k významnému růstu objemu dovozu a ke zhoršení vnější nerovnováhy, způsobeného růstem deficitu běžného účtu platební bilance. Dovoz byl, z důvodu nedostatku finančních prostředků hrazen z podnikových úvěrů, které tak výrazně rostly. Dno hospodářského cyklu v letech 1997 a 1998 bylo způsobeno zhoršující se vnější rovnováhou, kdy ji pokles přílivu PZI ještě prohloubil. Dalším důvodem bylo také zpřísnění fiskální a měnové politiky, všeobecným nárůstem odlivu investorů z tranzitivních zemí a spekulativním útokem na českou měnu. Růst ekonomiky v letech 2000 až 2007 byl dán především nedluhovým financováním, prostřednictvím přílivu PZI. To vedlo ke zvýšení konkurenceschopnosti domácích vývozců, kdy rostla poptávka po českém exportu. Růst byl podpořen také vysokou domácí poptávkou za nízké inflace a nezaměstnanosti.

(Zamrazilová a kol. 2021, s. 8 - 11)

Za zlomový lze považovat rok 2007, od kterého začala ekonomika zpomalovat a v roce 2009 vlivem světové finanční světové krize její výkon poklesl meziročně o 4,8 % a následující vývoj byl pro změnu ovlivněn evropskou dluhovou krizí., kdy hrozil pád do deflační pastí.

(ČNB, ©2017)

Během finanční krize česká ekonomika doplatila na svoji otevřenost, kdy byla zasažena poklesem zahraniční poptávky. Finanční sektor v ČR nebyl narozdíl od vyspělejších zemí zasažen, z důvodů jeho ještě nedostatečné rozvinutosti a absenci významnějšího podílu investičního bankovníctví a malého objemu hypoték. V letech 2021 a 2013 se ekonomice nedařilo. Ačkoliv se zahraniční poptávka již zotavila, český export rostl a významně se podílel na celkovém HDP. Tento vývoj nabízí dvojí vysvětlení. Jednak došlo k výjimečnému snížení spotřeby domácností, zvýšením DPH a jednak došlo k poklesu investic, ačkoliv export rostl, což bylo dáno změnou strategie zahraničních investorů. Ti se rozhodly v tomto období omezit reinvestice a repatriovat větší část zisku do svých mateřských zemí, které samy procházely negativním hospodářským vývojem.

(Zamrazilová a kol., 2021, s. 12)

Od roku 2014 zažívala Česká republika solidní růst mezi 2,2 až 5,2 % ročně. Dramatický propad nastal roku 2020, kdy se ekonomika meziročně propadla o 5,3 %. Ačkoliv následující rok byl, zaznamenán růst, ten byl dán nízkou hodnotou předchozího období, v celkovém vyjádření byla ekonomika stále pod produktem roku 2019., přičemž stejná situace platí i pro rok 2010, který následoval po významném propadu vlivem finanční krize.

Růst v období let 2014 až do nástupu pandemie byl tažen především domácí spotřebou domácností. Důležitý ale byl také růst investic a exportu, podpořeného slabou korunou udržovanou ČNB. Podíl čistého vývozu na HDP dosahoval 6-8 %. Na růst ekonomiky daný již zmíněnými faktory, působil také přehřátý trh práce a od roku 2016 pro cyklicky také expanzivní politika vlády. Rok 2020 znamenal udržení vysokého podílu NX na HDP, kdy sice došlo k poklesu exportu, ale také došlo k ještě výraznějšímu poklesu importu. Export byl podpořen slabou korunou a pokles dovozu byl dán samotným poklesem exportu, který nad proporcionálně snižuje dovoz, protože suroviny pro exportní výrobu jsou ve velké míře dováženy. V roce 2020 došlo také k významnému navýšení peněžní zásoby způsobeného fiskální politikou a omezením nabídky.

(Zamrazilová a kol., 2021, s. 11-12)

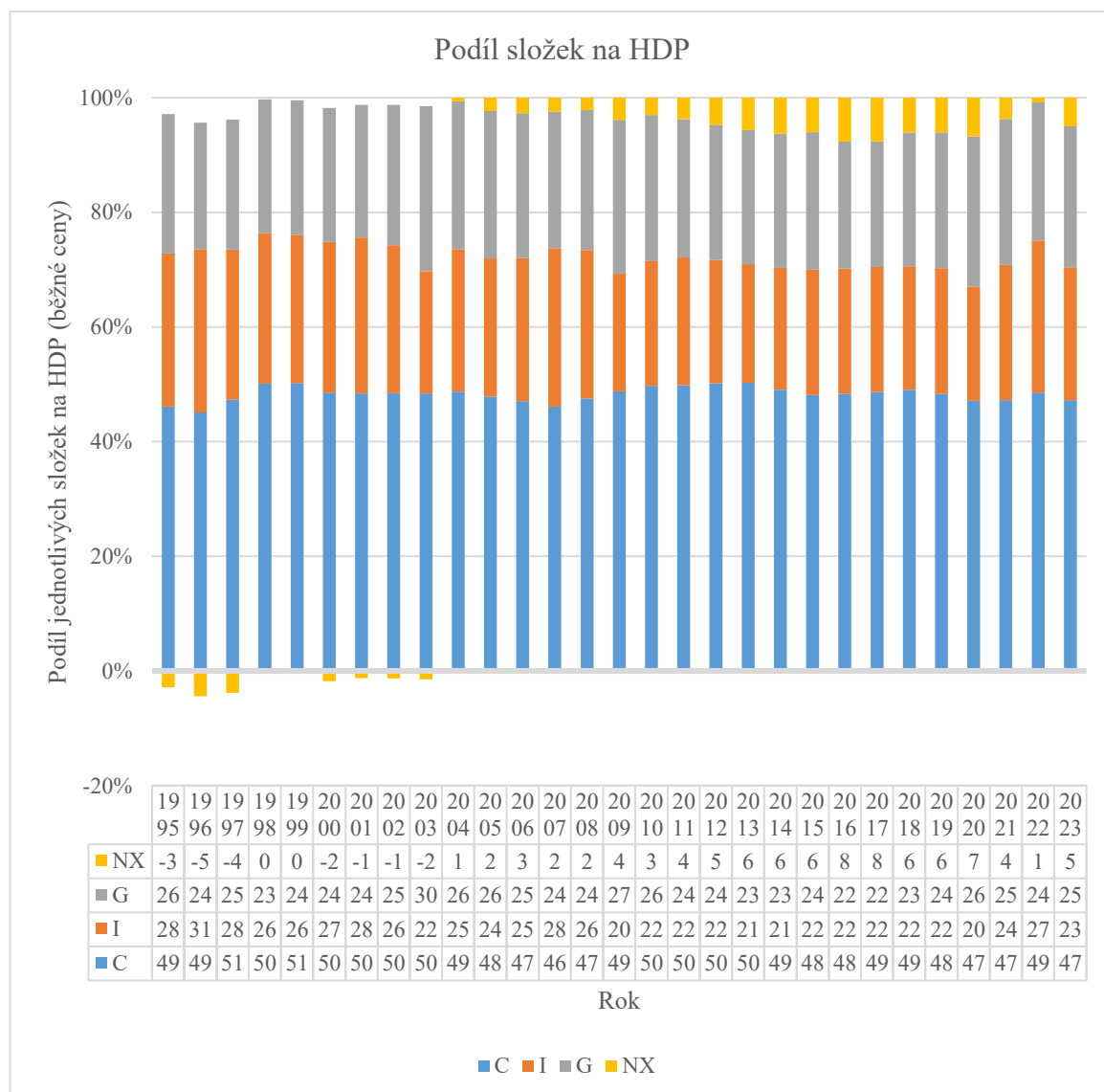
Pokles HDP v roce 2020 tak byl dán především poklesem spotřeby domácností o -1,9 p. b., tvorby kapitálu o -3,1 p. b. a zahraniční poptávky o -1,2 p. b. Kladný efekt naopak měly vládní výdaje, které přispěly k HDP však pouze +0,6 p. b.

(ČSÚ, ©2020a)

Růst roku 2021 byl dán především růstem výdajů domácností na konečnou spotřebu a přírůstkem zásob, který byl způsoben růstem nedokončené výroby z důvodu problémů v logistice. Rok 2022 byl ovlivněn poklesem reálných příjmů domácností a na to navazující pokles jejich spotřeby.

(ČNB, ©2022b)

Rok 2023 byl stejně jako rok 2022 ovlivněn poklesem reálných příjmů domácností a z toho vycházejících výdajů na konečnou spotřebu. Naopak pozitivní efekt měly vyšší výdaje vlády na spotřebu, růst fixních investic a růst čistého vývozu. Absolutní hodnota HDP se za sledovaných 33 let konvergence České ekonomiky zvýšila o téměř 180 %. Největšího nárůstu přitom došlo v obdobích 1999 až 2008 a následně od roku 2014 až do roku 2019.



Graf 4 Podíl složek na HDP (vlastní zpracování; ČSÚ, ©2025a, 2025b)

Pro popis HDP České republiky dále slouží graf, který udává podíl jednotlivých složek HDP na celkovém produktu. Nejedná se však o standartní členění dle národních účtů, jaké používá ČSÚ. Nerozděluje tedy, HDP mezi výdaje na konečnou spotřebu, tvorbu hrubého kapitálu a na čistý vývoz.

Složky HDP člení dle rovnice pro výdajovou metodu na spotřební výdaje domácností(C), hrubé soukromé investice(I), vládní výdaje na nákup statků a služeb(G) a čistý export (NX), uváděné v literatuře.

Vzhledem k nedostupnosti některých položek ve stálých cenách nutných pro přepočet, byly použity hodnoty vyjádřené v běžných cenách, Které však i tak umožňují sledovat, jak se vyvíjely podíly jednotlivých položek na celkovém HDP.

Pro přepočet byl použit postup podle Soukupa.

$$C = \text{Výdaje domácností na konečnou spotřebu} + \text{Výdaje neziskových organizací} \quad (6)$$

$$I = \text{Tvorba hrubého kapitálu} - \text{Tvorba hrubého fixního kapitálu(vláda)} \quad (7)$$

$$G = \text{Výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí} \\ + \text{Tvorba hrubého fixního kapitálu(vláda)} \quad (8)$$

$$NX = \text{Vývoz} - \text{Dovoz} \quad (9)$$

(Soukup a kol., 2021, s. 21 - 22)

V letech 1995 až 2003 měla Česká republika záporné saldo čistého exportu, ve všech následujících letech již bylo saldo pozitivní a v letech před pandemií tvořil čistý export až 8 % HDP.

Za tento vývoj může do jisté míry stát růst PZI, který generoval větší objemy zboží určené pro export.

V roce 2020 se podíl exportu na HDP zvýšil, a to navzdory tomu, že se jak hodnota dovozu, tak i vývozu snížila. K vyššímu podílu přispěly pozitivní směnné relace, které zvyšovaly hodnotu vývozu a také výraznější pokles dalších složek HDP.

V roce 2022 však klesl podíl čistého vývozu na pouhé jedno procento, což byla nejnižší hodnota od roku 2004, následující rok ale tvořil již 5 % HDP. Pokles čistého exportu byl ovlivněn nárůstem indexu dovozních cen, z důvodů růstu energií.

Podíl vládních výdajů na HDP tvořil 22 až 30 %. Rekordní podíl tvořil v roce 2003 a taktéž v roce 2004 a 2005 byl vysoký, tvořil 28 % HDP. Vyšší podíl státních výdajů na HDP lze sledovat také ve dvou nejkřivějších obdobích. V roce 2009 tvořily 27 %, oproti předchozím 24 % a v roce 2020 tvořily 26 % oproti předchozím 24 %.

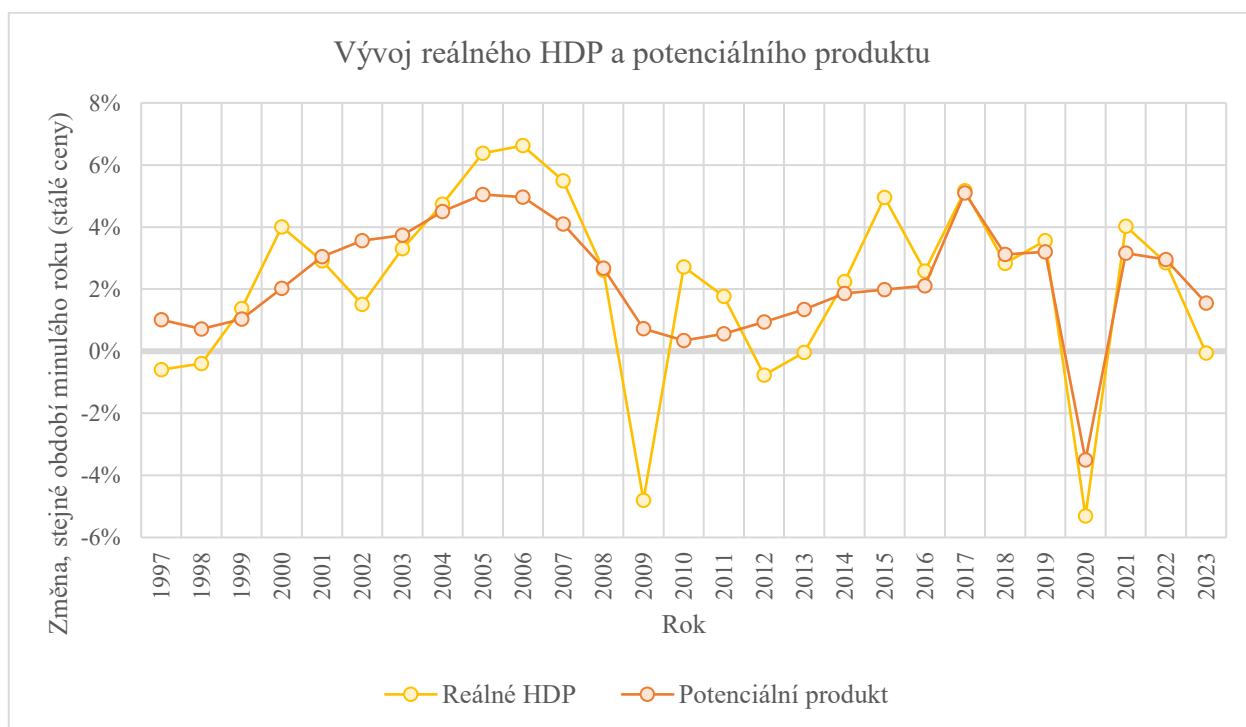
Vyšší podíly v soukromých investicích firem, lze sledovat především v počátečních letech konvergence, kdy největší podíl tvořily v roce 1996. Nárůst reálného HDP, který nastal po vstupu ČR do Evropské unie byl kombinací, relativně vyšší míry vládních výdajů,

soukromých investic, ale především došlo k nárůstu čistého exportu, který se dostal ze záporné bilance. Podíl spotřeby domácnosti byl v tomto období naopak klesající.

V období reálného růstu 2014 až 2019, se tehdy soukromé investice podílely na HDP jen z 22 %, respektive 21 % a zahraniční obchod měl v tomto období rostoucí podíl na HDP. V peněžním vyjádření, běžných cen však rostly všechny položky.

V letech, kdy došlo ke dvěma největším propadům reálného HDP tvořily soukromé investice jen 20 % HDP a došlo tak ke snížení investiční aktivity firem. V roce 2009 došlo k velkému propadu soukromých investic v nominálním vyjádření, zatím co jak výdaje vlády, tak i čistý export rostl, spotřeba zůstala v podstatě nezměněná. V roce 2020 neklesly soukromé investice tak výrazně ale klesla také spotřeba, výdaje vlády a čistý export taktéž rostl. Po těchto kritických letech pak vždy soukromé investice vykazovaly vyšší podíl na HDP.

Většina tvorby HDP je tvořena spotřebou domácností, která se dlouhodobě pohybuje mezi 47 % až 50 % procenty.



Graf 5 Vývoj reálného HDP a potenciálního produktu ČR

(vlastní zpracování, ARAD, ©2025a; ČSÚ, ©2025a)

Důležitým ukazatelem, makroekonomické analýzy je také sledování vývoje reálného HDP, vývoje potenciálního produktu a z toho vyplývající produkční mezery. Roční hodnota růstu potenciálu je zde vyjádřena jako průměrná hodnota za daná čtvrtletí.

Potenciální produkt české ekonomiky od roku 1998 do roku 2006 významně rostl, přičemž začal následně růst potenciálního produktu klesat.

Růst před rokem 2006 byl dán především navýšením kapitálové a technologické vybavenosti ekonomiky a zlepšování institucionálního zázemí.

(MFČR, ©2006)

Další období zrychlujícího růstu potenciálu české ekonomiky byl v letech 2010 až 2017. Kdy především v roce 2017 potenciál významně rostl a to o 5 %.

Největší podíl na tom to růstu mělo zlepšování produktivity výrobních faktorů a dále pak nižší mírou také zásoba kapitálu a vysoká míra participace ekonomicky aktivního obyvatelstva. Naopak potenciální produkt byl negativně ovlivňován negativním demografickým vývojem, tedy stárnutím populace a menším počtem odpracovaných hodin.

(MFČR, ©2017)

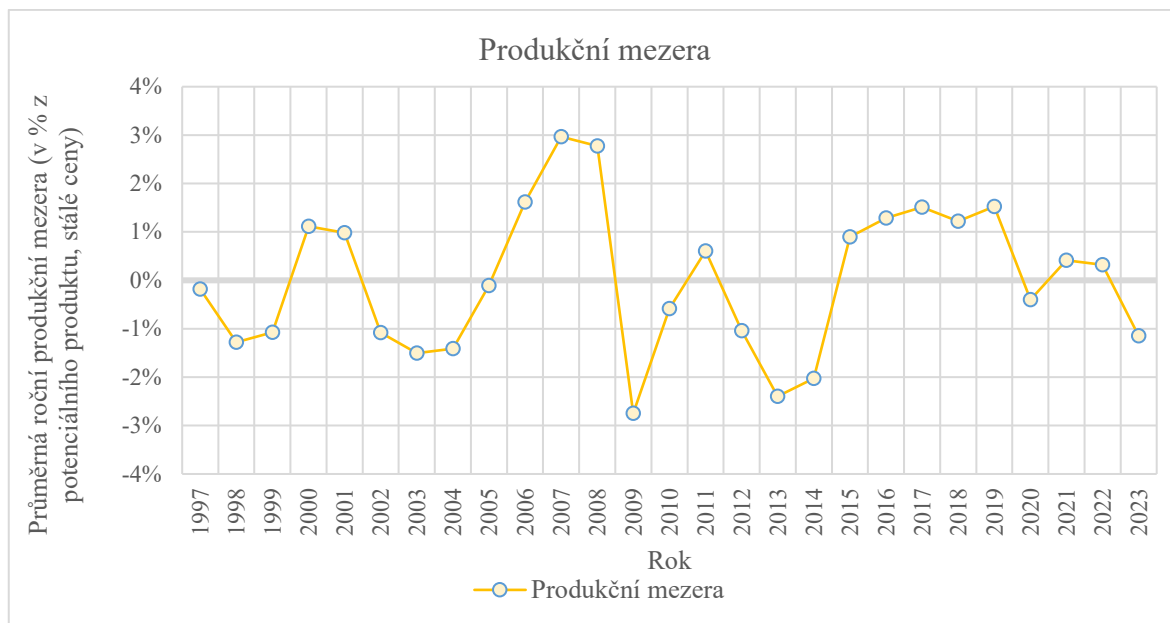
Vývoj růst potenciálního produktu tak byl dán nedostatkem pracovní síly. Tu dokazuje také míra nezaměstnanosti, která byla hluboko pod svojí přirozenou mírou.

Jediným obdobím, kdy došlo k poklesu potenciálního produktu byl rok 2020. Po tomto krizovém roku začal potenciální produkt znovu růst, ačkoliv v roce 2023 došlo k zpomalení jeho růstu.

Pokles potenciálního produktu v roce 2020 byl způsoben především poklesem míry zaměstnanosti. Naopak zásoba kapitálu pozitivně působila na potenciál české ekonomiky.

V postcovidovém období můžeme pozorovat taktéž pozitivní působení zásoby kapitálu. Pozitivně působil na potenciál také dostatek ekonomicky aktivního obyvatelstva, daný přílivem pracovníků z Ukrajiny a lze také pozorovat navýšení počtu odpracovaných hodin. Míra nezaměstnanosti v tomto období však znovu klesla, a tak vysoká zaměstnanost opět snižovala potenciál. Produktivita výrobních faktorů, narozdíl od předešlých období, v nevykazuje žádný příspěvek k růstu potenciálního produktu.

(MFČR, ©2024)



Graf 6 Produkční mezera (vlastní zpracování, ARAD, ©2025b)

Během sledovaného období se česká ekonomika dostala hned několikrát přes hranici svého potenciálního produktu. Nejvíce to bylo v letech 2007 a 2008, kdy reálný produkt převyšoval potenciál ekonomiky o téměř 3 %. Dalším významným obdobím, kdy ekonomika převyšovala potenciální produkt, byť ne tak velkým rozdílem, byly roky 2015 až 2019. Toto dlouhé období nad potenciálním produktem je znakem přehřívání české ekonomiky před pandemií roku 2020, způsobeného nedostatkem pracovní síly, který tlačil potenciální produkt dolů. Nedostatek pracovní síly je také potvrzen převisem poptávky nad nabídkou práce, zmíněné v kapitole o nezaměstnanosti. V tomto období tak značně klesala nezaměstnanost, avšak inflace byla stále poměrně nízká, k čemuž docházelo taktéž v již zmiňovaných letech 2007 a 2008.

Vzhledem k vysokému růstu nákladů práce lze předpokládat, že velká část nárůstu této cenové hladiny byla dána růstem nákladů práce, ke kterému docházelo především od roku 2017.

(MFČR, ©2021)

Kladná mezera výstupu tak nevedla k rapidnímu růstu cenové hladiny.

3.2 Nezaměstnanost

V letech 1993 až 1996 nezaměstnanost klesala, a to spolu s reálným růstem ekonomiky. Tento vývoj byl dán tím, že se dařilo zaměstnance, kteří odcházeli ze státních podniků zaměstnat v nově vznikajících soukromých podnicích.

(Czechdemography, ©2010)

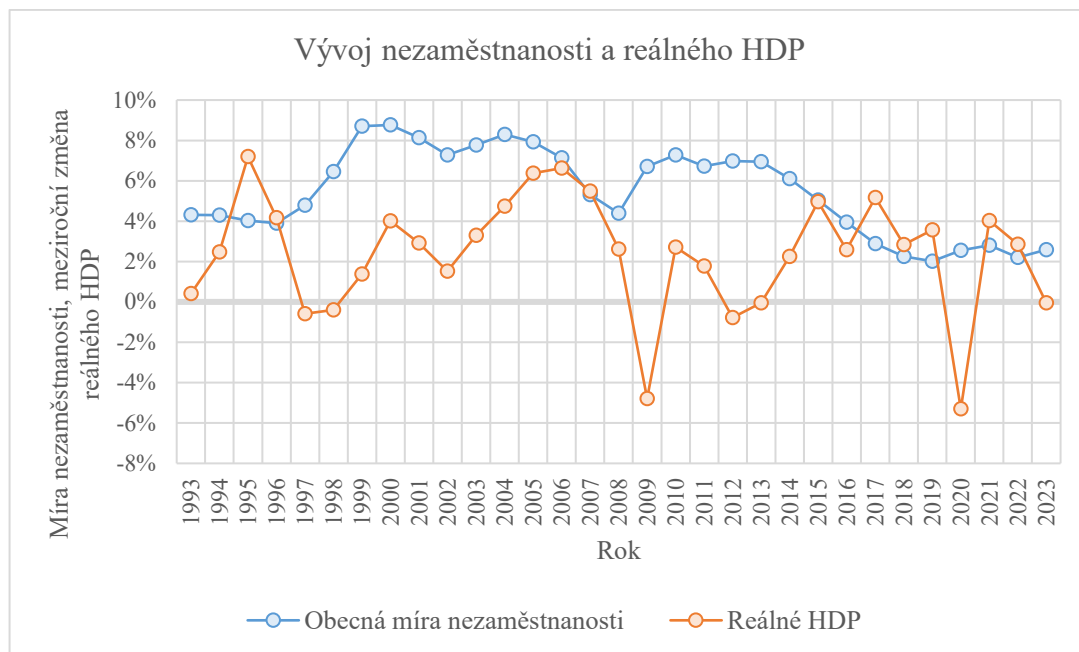
V letech 1997 a 1998 kdy došlo k jejímu propadu však nastal výrazný růst nezaměstnanosti, který znamenal, že od roku 1996 do roku 2000 vzrostla o 4,8 p. b., na 8,8 %.

V tomto období také přišly na trh práce populačně silné ročníky. To vyvolalo silnou vlnu odchodů do předčasného důchodu.

(Czechdemography, ©2010)

Nezaměstnanost tak výrazně dál rostla i v letech 1999 a 2000 kdy ekonomika sama již rostla. Vývoj trhu práce tak byl opožděný. V letech 1999 až 2004 paradoxně vývoj nezaměstnanosti kopíroval vývoj HDP. Až po delším období, kdy ekonomika stabilně rostla, se nezaměstnanost začala snižovat. Výrazné snížení nezaměstnanosti nastalo ale až v období před finanční krizí a v roce 2008, tak byla nezaměstnanost 4,4 %. V roce 2009, kdy došlo k poklesu HDP o 4,8, nezaměstnanost vzrostla na 6,7 % a další rok, kdy sice ekonomika rostla ale stále byla pod celkovým výkonem roku 2008, vzrostla nezaměstnanost na 7,3 %.

V následujících letech nastalo období hospodářské stagnace a spolu s ní se významně neměnila ani míra nezaměstnanosti, která se pohybovala okolo 7 % a představovala tak hodnotu jen o něco vyšší než která je považovaná za přirozenou. V letech 2015 a 2017 rostla ekonomika až o 5 % respektive 5,2 %. S tímto růstem byl spojen výrazný pokles nezaměstnanosti. Od roku 2013 do roku 2019 klesla ze 7 % na 2 %. Navzdory velkému propadu ekonomiky v roce 2020, nebyl nárůst nezaměstnanosti nějak výrazný. HDP v tomto roce meziročně pokleslo o 5,3 % a nezaměstnanost vzrostla jen o 0,6 p. b. v roce 2020 a v roce 2021 jen o další 0,2 p. b. oproti předchozímu roku. V roce 2023 ekonomika prakticky stagnovala a nezaměstnanost, se tak po krátkém poklesu, opět zvýšila, a to na 2,6 %, což je stále hluboko pod její přirozenou mírou.



Graf 7 Vývoj nezaměstnanosti a reálného HDP (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025c)

Při analýze míry nezaměstnanosti v České republice je tak nutno zdůraznit, že je od roku 2016 hluboko pod přirozenou mírou nezaměstnanosti.

Jejíž výše značně závisí na typu ekonomiky.

(Brožová, 2018, s. 250)

V odborné literatuře je stanovena na 4 % až 6,5 %.

(R. A. Arnold, 2019, s. 149 - 150)

Vyšší, než uvedenou hranici tak nezaměstnanost dosáhla jen v letech 1999 až 2006 a následně 2009 až 2013.

Nezaměstnanost pod přirozenou mírou a s tím související vysoký převis poptávky nad nabídkou práce může být důvodem, že v roce 2020 navzdory propadu ekonomiky nedošlo k výraznému růstu nezaměstnanosti.

V průběhu roku 2023 již podle údajů MPSV celková nabídka pracovní síly převýšila poptávku po pracovní síle. Tento ukazatel však nezohledňuje soulad mezi nabídkou a poptávkou s ohledem na požadovanou kvalifikaci, kdy v jednotlivých klasifikacích práce, stále panuje výrazný převis poptávky.

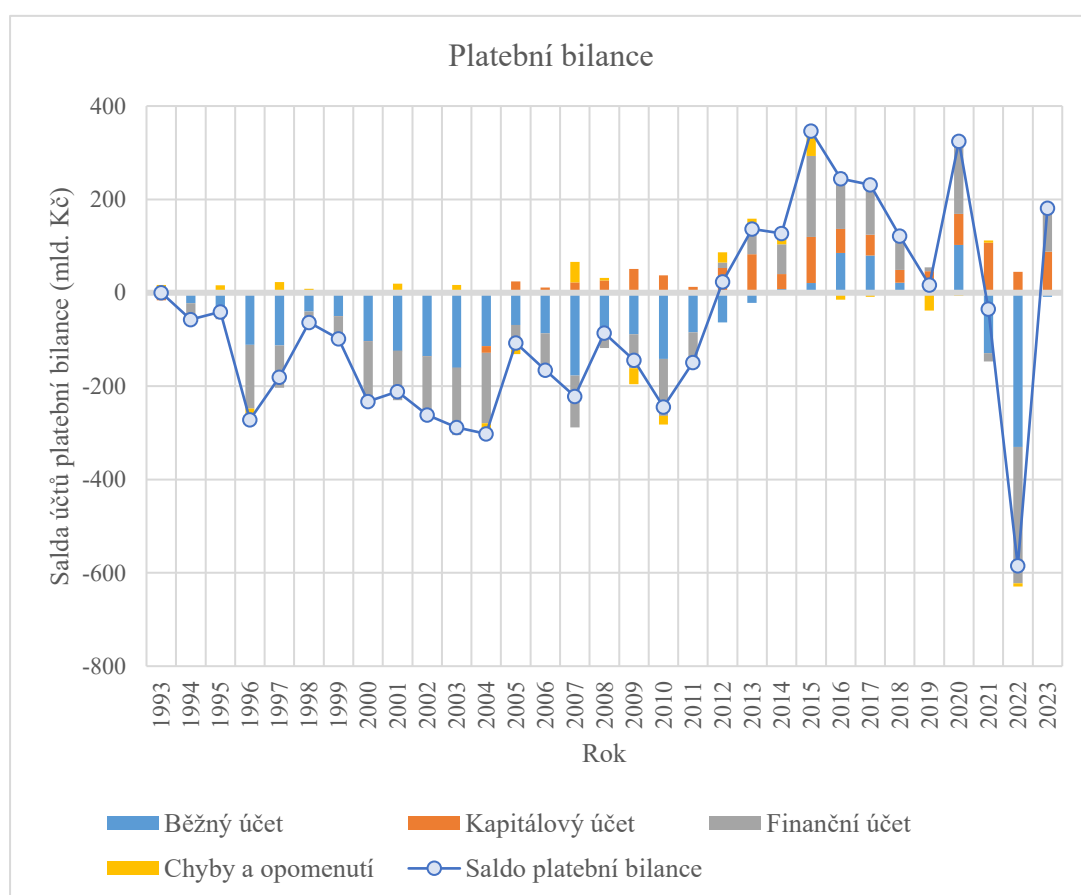
(MPSV, © 2025)

Dalším důvodem také mohou být rozsáhlá opatření vlády na podporu udržení pracovních míst, která dosahovala 170 mld. formou přímých kompenzací, 35 mld., prostřednictvím nepřímé podpory a 78 mld. poskytnutých záruk.

(hlidacstatu.cz, © 2025)

Existence nízké míry nezaměstnanosti a vysoké podpory ze strany státu, mohou být důvodem, proč větší pokles ekonomiky v roce 2020 vyvolal jen menší nárůst nezaměstnanosti, než krize v roce 2009.

3.3 Platební bilance



Graf 8 Platební bilance (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c)

Do roku 2003 bylo saldo platební bilance ČR tvořeno téměř jen saldem běžného a finančního účtu. Až po vstupu do Evropské unie, začal nabírat na významu také kapitálový účet platební bilance.

Ten zahrnuje, transfery kapitálu ze zdrojů EU, převody majetku migrujícího obyvatelstva nebo převody nehmotných práv jako jsou patenty a autorská práva.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 22)

Kapitálový účet vykazuje s výjimkou roku 1993 a 2004 vždy pozitivní saldo a významnějších objemů dosahuje především od roku 2012.

Pozitivní saldo bilance je dáno především přílivem investic, jehož zdrojem jsou fondy EU.

(Pošta, 2018, s. 243)

Do roku 2011 dosahoval běžný i finanční účet záporného salda a tím i saldo celé platební bilance bylo záporné.

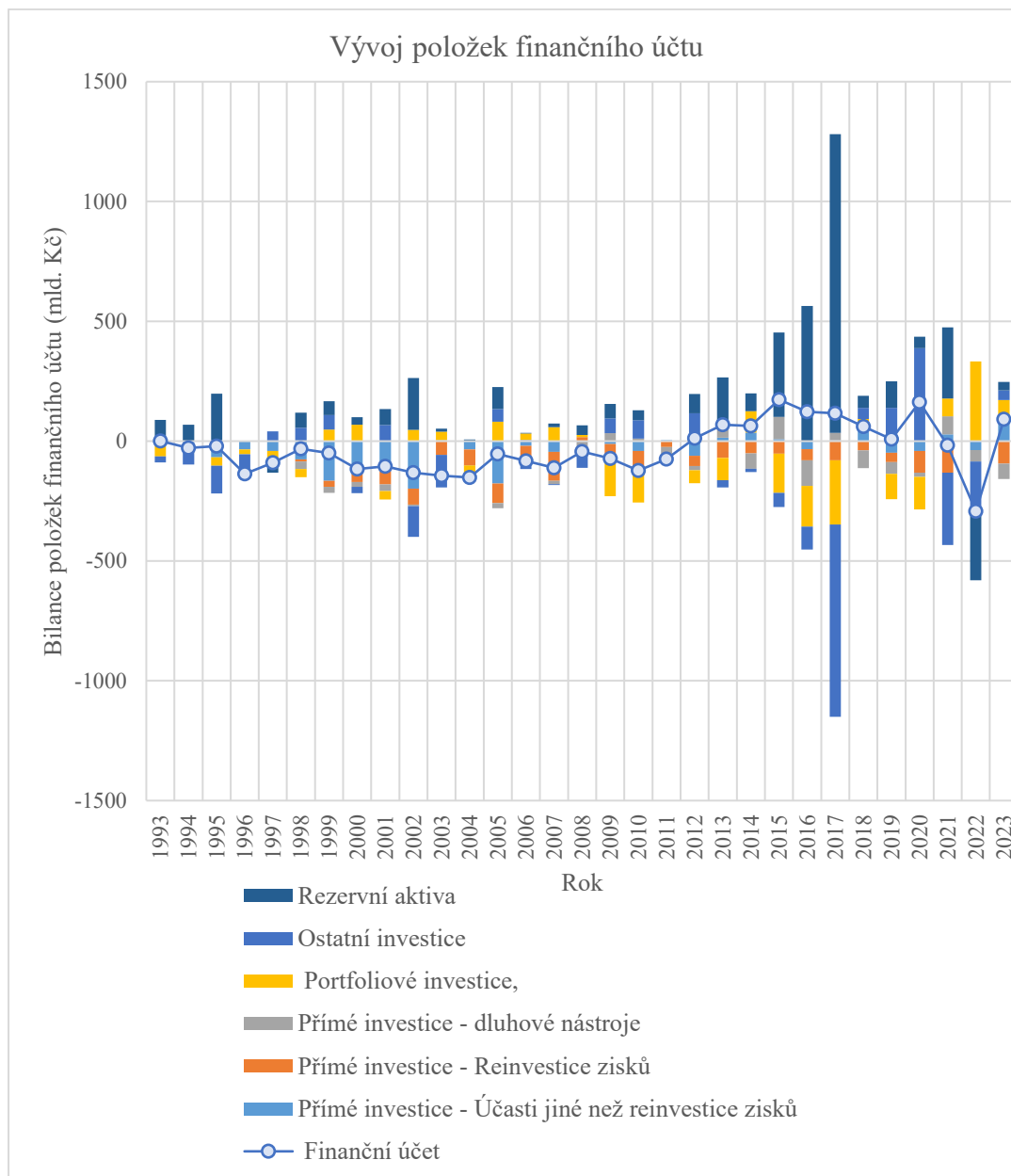
V roce 2012 bylo saldo celé platební bilance poprvé pozitivní. Do roku 2015 se saldo platební bilance zlepšovalo, následně se však až do začátku pandemie zhoršovalo. V roce 2020 znovu dosáhlo výrazného pozitivního salda. V letech 2020 a 2021 bylo znovu negativní a v roce 2023 znovu pozitivní. Vývoj celkového salda platební bilance byl determinován jeho běžným a finančním účtem.

Saldo finančního účtu bylo od roku 2012 kladné, s výjimkou let 2021 a především 2022, kdy finanční účet dosáhl záporného salda ve výši, přes 292 mld. Kč.

Běžný účet začal dosahovat pozitivního salda od roku 2014, s výjimkou již zmiňovaných let 2021 a 2022. Stejně jako finanční účet, dosáhl vysokého záporného salda v roce 2022 a to ve výši 330 mld. Kč.

V roce 2023 však již bylo saldo běžného účtu, finančního účtu, tak i celé platební bilance pozitivní.

Pro podrobnější zjištění příčin vývoje platební bilance budou použity grafy, znázorňující dílčí rozklady jeho běžného a finančního účtu.



Graf 9 Vývoj položek finančního účtu (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c)

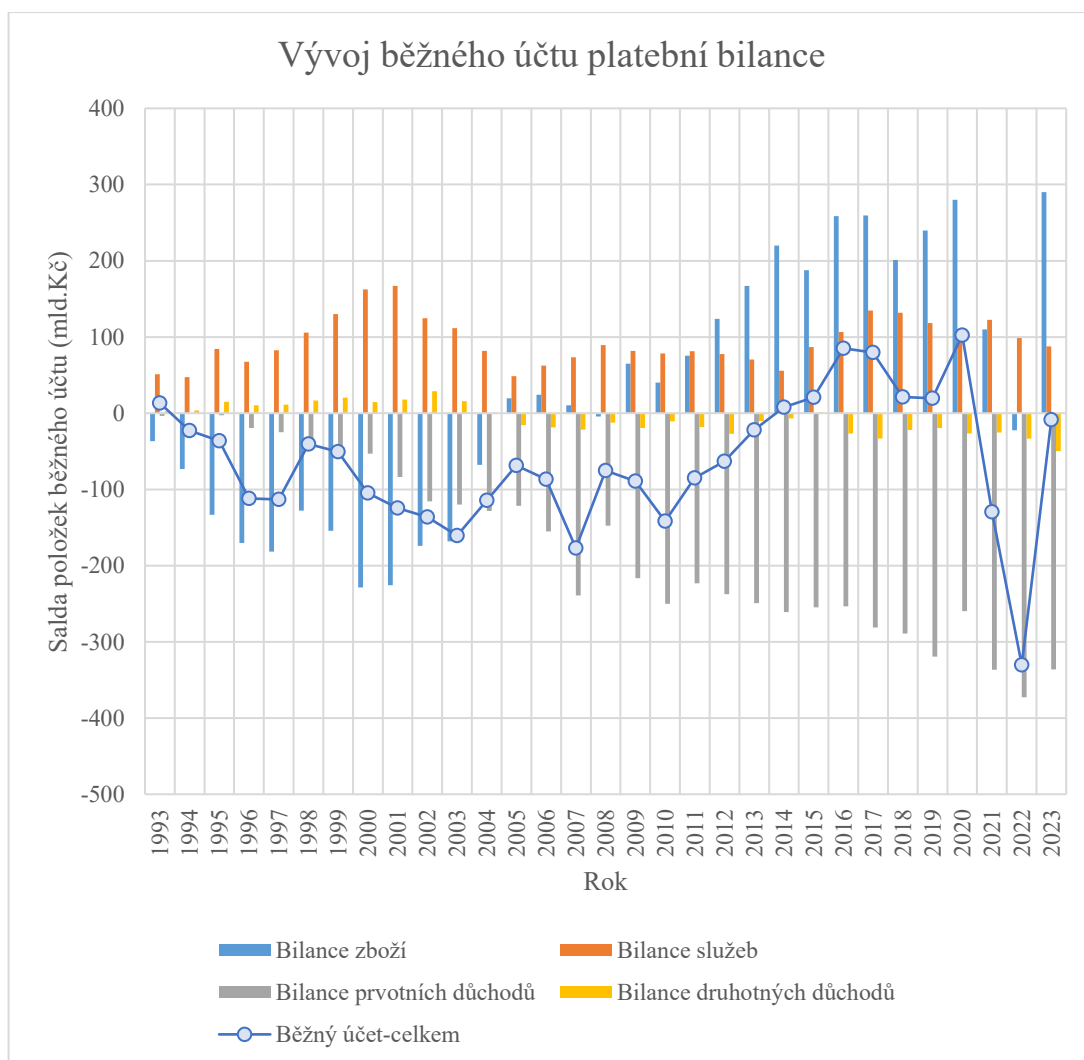
Finanční účet dosahoval kontinuálně až do roku 2012 negativní bilanci. Následně až na roky 2021 a 2022 dosahoval pozitivní bilanci.

Do roku 2005 lze pozorovat, že záporná bilance finančního účtu bylo dáno především větším přílivem nových PZI ve formě základního kapitálu a částečně také reinvestovaným ziskem. Zároveň v této době do roku 1998 přicházel do Česka větší objem portfoliových investic, než odcházel, což taktéž způsobovalo negativní bilanci.

Od roku 2005 již neměl příliv PZI podobu základního kapitálu ale reinvestovaného zisku, což lze pozorovat také na grafu č. X. a tak bilance tohoto podúčtu nevykazovala tak záporné hodnoty.

Po finanční krizi v roce 2009 lze pozorovat významný nárůst přílivu portfoliových investic, prohlubující negativní bilanci finančního účtu. Portfoliové investice měly pozitivní bilanci dále jen v letech 2014 a v období let 2021, 2022 a 2023.

Rezervní aktiva, která představují aktiva centrální banky, sloužící především k financování deficitu platební bilance a intervenování na devizových trzích, měly až na roky 1996, 1997, 2011 a hlavně 2022, pozitivní bilanci. Pozitivní bilance znamená nákup deviz centrální bankou. Významný nárůst pozitivní bilance můžeme sledovat od roku 2013, kdy ČNB začala prováděla intervence s cílem oslabit kurz koruny a podpořit export. Výrazný pokles rezervních aktiv roce 2022, byl dán devizovými intervencemi na posílení koruny, z důvodů růstu cen energií na trzích.



Graf 10 Vývoj běžného účtu platební bilance (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c)

Jednoznačně nejvýznamnější položkou platební bilance, z pohledu objemu, je běžný účet. Objem příjmů běžného účtu v posledním sledovaném roce byl přes 5 769 mld. Kč, zatím co u kapitálového účtu to bylo jen 456 mld. a u finančního účtu byl objem aktiv 153 mld. Kč.

Vývoj běžného účtu je charakteristický rozdělením do dvou fází, závislé na bilanci zboží běžného účtu. Do roku 2004 dosahovala bilance zboží záporného salda, následně však, s výjimkou roku 2022 a 2023, měla kladné saldo. Negativní saldo běžného účtu se tak od roku 2010 postupně snižovalo až do roku 2014 kdy zaznamenalo pozitivní stav bilance.

Bilance služeb, byla po celou dobu sledování kladná, svého vrcholu dosáhla v letech 2000 a 2001, následně se však její pozitivní saldo až do roku 2005 snižovalo, z důvodů většího nárůstu výdajové strany než příjmové, přičemž však celkový objem účtu služeb stále rostl. Následně si však již bilance služeb již udržovala dále vysoké pozitivní saldo. K pozitivnímu saldu služeb dlouhodobě přispívá sektor dopravy. V minulosti to pak byl cestovní ruch, který však od roku 2020 již výrazně nenapomáhá pozitivnímu saldu. Naopak od roku 2011 nabírá na významu sektor telekomunikací a IT. Dlouhodobě výrazné negativní saldo mají sektory pojišťovacích služeb a využívání duševního vlastnictví.

Bilance druhotných důchodů, měla podobný časový vývoj jako obchodní bilance, na rozdíl od ní však byla do roku 2004 kladná a následně se přechýlila do záporných hodnot. V rámci běžného účtu se však nejedná o nejméně významnou položku.

Je tvořena platbami, které nevedou ke vzniku pohledávek ani závazků. Jedná se tak například o toky se zahraničím související s daní z příjmů, majetkové daně nebo plnění neživotního pojištění

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 20)

Bilance prvotních důchodů byla po celou dobu pozorování záporná. Její záporné saldo, z dlouhodobého hlediska stále roste, a zatímco do roku 2004 se spolupodílela na celkovém negativním saldu běžného účtu, dnes jeho pozitivní saldo výrazně snižuje. Její negativní vliv byl patrný v roce 2021 a především v roce 2022, kdy obchodní bilance byla dokonce záporná. Vysoké záporné saldo prvotních důchodů tak způsobilo vysoké záporné saldo běžného účtu a taktéž celé platební bilance.

Položka prvotních důchodů obsahuje příjmy z práce v zahraničí, tzv. náhrady zaměstnanců a platy nerezidentů zaměstnaných v tuzemské ekonomice, výnosy z finančních aktiv a investování jako jsou úroky, dividendy a renty. Důležité jsou také reinvestované zisky a vyplácené dividendy, případně úroky placené mezi podniky.

(Mendel, Durčáková, 2016, s. 20)

Záporné saldo položky prvotních důchodů je zapříčiněno, především odlivem důchodů z přímých investic, které v roce 2022 dosáhlo výše přes 375 mld. Kč., přičemž se skutečně jednalo především o důsledek dílčí položky dividendy a čerpání důchodů z kvazikorporací.

Bilance zboží od roku 2005, s výjimkou let 2008 a 2022, dosahuje kladných hodnot. Největší podíl na kladné obchodní bilanci má na svědomí především vývoz motorových vozidel a komponent, které měly v roce 2023 hodnotu přes 574 mld. Kč. Vysokých hodnot dosahuje také vývoz strojů a zařízení, které tvořily kladnou bilanci ve výši 116 mld. Kč a kovodělné výrobky se saldem 72 mld. Kč. Naopak vysokou negativní bilanci má ČR v dovozu chemických látek a základních kovů, kdy v roce 2023 měly záporné saldo ve výši 137 a 157 mld. Kč. Významnou položkou je také dovoz ropy a zemního plynu, který byl také hlavním důvodem propadu bilance zboží v roce 2022. Zatím co v roce 2021 bylo záporné saldo ropy a zemního plynu – 153 mld. Kč, v roce 2022 to byl více jak dvojnásobek a sice -330 mld. Kč.

(ČSÚ ©2025d)

Tento nárůst však byl dán především růstem ceny těchto komodit, přičemž v tomto roce všeobecně měly směnné relace negativní vliv na bilanci zboží. Přechod bilance zboží do pozitivního salda může být dán předchozím vysokým přílivem PZI, který je zřejmé z finančního účtu platební bilance i z grafu č.15. Kdy tyto investice produkovaly zboží určené převážně na export, jako tomu bylo například u společnosti Bosch Powertrain, analyzované v rámci případových studií této práce.

Saldo zboží a služeb tvoří spolu saldo výkonové bilance, která je pro malé otevřené ekonomiky, kterou je i ČR, velmi důležitá. Významně totiž ovlivňuje HDP, neboť je zároveň položkou čistý export.

(Mendel, Durčáková, 2016, s.21)

V roce 1993 vykazovala výkonová bilance ČR pozitivní bilanci, do roku 2003 pak byla negativní a následně již jen pozitivní., od roku 2004 tak z ČR byla každoročně větší hodnota zboží a služeb vyvezena než dovezena.

Hodnota výkonové bilance stejně salda položek zboží a služeb, mohou být ovlivněny vývojem indexu cen vývozu a dovozu. K tomu může dojít jednak samotným nárůstem těchto indexů, tedy nárůstem cenové hladiny, který zvýší nominální vyjádření položek a také zvýšením rozdílu mezi těmito indexy, tedy tzv. směnnými relacemi, kdy dojde k většímu navýšení jedné ze stran účtu.

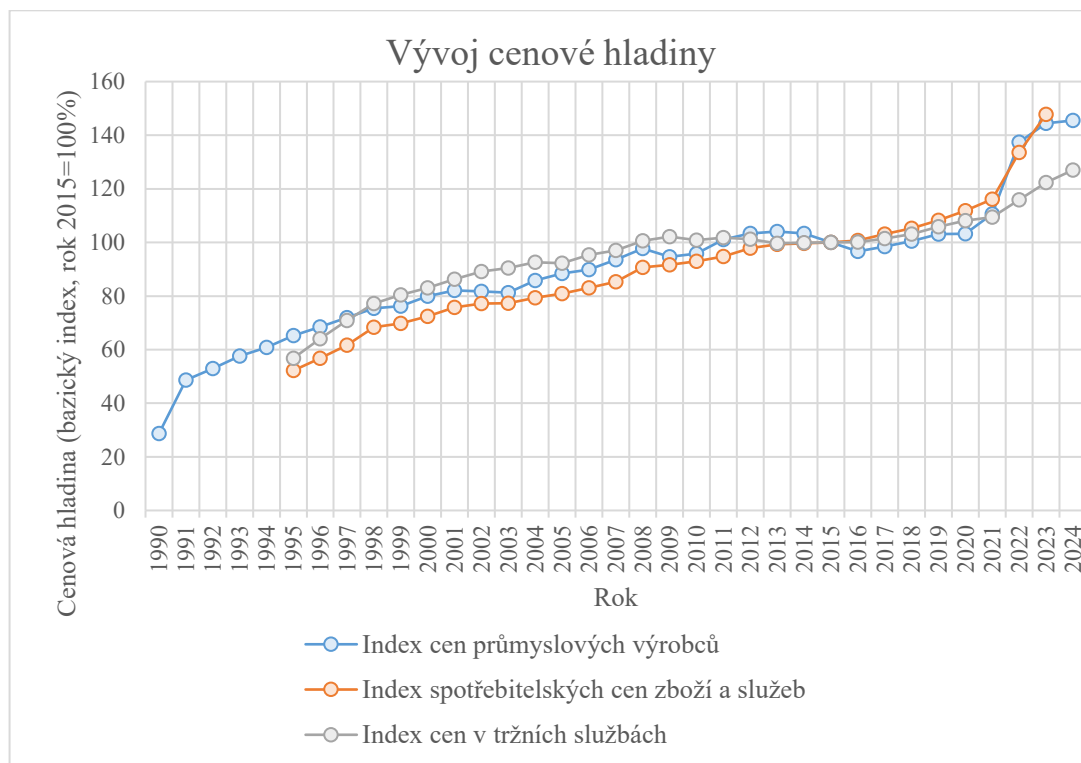
(Mendel, Durčáková, 2016, s.21)

Do roku 2020 nebyly nárůsty cen indexů nikterak významné, a i výše směnných relací byly stabilní a nízké, maximálně 3,3 % v roce 2009.

Následně však začaly cenové indexy dovozu a vývozu růst, což zvyšovalo nominální hodnotu zboží a služeb na obou stranách účtů, cena exportu zároveň rostla rychleji, a tak byla hodnota vývozu nadhodnocována oproti dovozu, s výjimkou roku 2022. Samotné hodnoty účtů zboží a služeb, vyjádřené v platební bilanci v běžných cenách, by tak reálně byly nižší. Jednak by byly nižší hodnoty obou stran účtu a jednak by se více snížila hodnota vývozu oproti dovozu a tím by se snížilo konečné kladné saldo. V případě roku 2022 a položky zboží by se pak prohloubil deficit. Směnné relace tak v letech 2020 a 2021 napomohly pozitivnímu saldu bilance zboží i služeb.

Dalším významným ukazatelem pro malou otevřenou ekonomiku je čistá investiční pozice vůči zahraničí. Česká republika byla čistým věřitelem v roce 1995, od té doby je v dlužnické pozici vůči zahraničí. Dlužnická pozice je dána především z důvodu záporného salda položky přímé investice. Jen malý podíl na tom má záporné saldo položek portfoliových investic, finančních derivátů a ostatních investic. Naopak kladnou bilanci má položka rezervních aktiv. Z dekompozice položky přímé investice vychází, že její záporné saldo je způsobeno především velkou majetkovou účastí v přímých zahraničních investicích., která byla k poslednímu kvartálu roku 2023 ve výši 4 331 mld. Kč.

3.4 Cenová hladina



Graf 11 Vývoj cenové hladiny (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025, e, f, g, h, ch, i, j, k,))

Pro znázornění vývoje cenové hladiny v České republice byly použity tři různé indexy, tak aby bylo zhodnocení vývoje cen co nejlépe interpretováno. Byly použity bazické indexy, vycházející ze stálých cen roku 2015.

U indexu cen průmyslových výrobců, v roce 1991 došlo k rapidnímu zvýšení cenové hladiny v produkčním řetězci, meziročně se jednalo o nárůst ve výši 69,1 %, v tomto roce také došlo k propadu HDP o 10,1 %. Cenová hladina následně sice stabilně, ale jen mírně rostla, přičemž meziroční nárůst nepřesáhl 9 %, ekonomika zároveň v tomto období až na roky 1997 a 1998 rostla.

Růst cenové hladiny ve 2.pol.90. let byl dán expanzivní fiskální a měnovou politikou ale také deregulacemi cen a znehodnocením koruny způsobeného přechodem na plovoucí kurz.

(Pošta, 2019, s.147)

V letech 2002,2003, 2009 dokonce došlo k poklesu cenové hladiny, přičemž v roce 2009 k tomu došlo za propadu produktu vlivem finanční krize. V letech 2014 až 2016, kdy ekonomika zároveň zažívala pozitivní růst, ceny mezi dodavateli a odběrateli znovu klesaly, a to vlivem cen ropy na světových trzích.

(ČNB, ©2021)

Ekonomice hrozila deflace, která alespoň ve vyjádření indexu cen průmyslových výrobců a indexu cen služeb skutečně nastala, a tak přistoupila ČNB k devizovým intervencím na oslabení kurzu.

(Pošta, 2019, s.147)

Depreciace koruny vedla k růstu cen importovaného zboží.

(Zamrazilová a kol., 2021, s. 40)

Nízká ale setrvalá inflace v letech 2016 až 2020 byla způsobena především převisem poptávky nad nabídkou na trhu práce.

(MFČR, ©2021)

Během propadu hospodářství v roce 2020, ceny průmyslových výrobců stagnovaly.

To bylo dáno omezením spotřeby domácností.

(ČNB, ©2021)

Větší nárůst dodavatelsko-odběratelských nákladů firmy zaznamenaly až v roce 2021, od kterého až do posledního monitorovaného roku ceny vysoce rostly a v roce 2024 jsou tak dodavatelské náklady o 45,5% vyšší než v roce 2015. K největšímu meziročnímu nárůstu cen došlo v roce 2022 a to až o 24,3 %, v následujícím roce to bylo již jen 5 % a v roce 2024 již meziročně vzrostly jen o 0,8 %.

Tento nárůst byl dán především růstem cen energií.

(ČNB, ©2022c)

Za celé období konvergence české ekonomiky se cenová hladina průmyslových výrobců zvýšila na pětinasobek.

Vývoj spotřebitelských cen v podstatě kopíroval vývoj cen průmyslových výrobců. Avšak i v období kdy dodavatelské náklady výrobců klesaly, ceny spotřebitelů byly strnulejší. Výrobci tak pokles nákladů, nepromítaly do cen spotřebitelů. V letech 2013 až 2016 byl meziroční růst cen v podstatě nulový a následně začal meziročně růst kolem 2 %.

V roce 2021, kdy ceny výrobců vzrostly meziročně o 7,1 %, ceny spotřebitelů vzrostly jen o 3,3 %. Růst cen výrobců byl vyšší i v roce 2022, avšak v roce 2023 již ceny spotřebitelům

rostly více. Na příkladu roku 2023 tak došlo k potvrzení teorie, kdy vývoj cen průmyslových výrobců, predikuje budoucí vývoj spotřebitelských cen.

Nárůst indexu spotřebitelských cen ve 2. pol. 90. let byl dán, kromě vlivů již zmíněných v případě cen průmyslových výrobců, také růstem cen vody, energií, paliv a bydlení.

(Pošta, 2019, s.147)

Vysoký růst spotřebitelských cen v roce 2022 a 2023 byl dán růstem cen potravin, bydlení, zemního plynu a elektřiny.

(ČSÚ, ©2022d, 2023)

Vývoj indexu cen tržních služeb pro podniky byl z počátku rychlejší, než růst zbylých indexů, avšak následně kopíroval jejich vývoj a v roce 2011 se cenová hladina tržních služeb přiblížila cenové hladině průmyslových výrobců. V po pandemickém období pak index ceny služeb nerostl takovým tempem jako index výrobců a spotřebitelů. Index ceny tržních služeb byl v průběhu času nejméně volatilní.

Vývoj směnných relací, tedy poměr mezi indexem cen vývozu a dovozu, hrají v otevřené ekonomice významnou roli. V rámci sledování reálného HDP má pozitivní vývoj směnných relací negativní dopad na hodnotu reálného HDP. Vyšší růst ceny exportu než importu tak vede k nominálnímu zlepšení ukazatele NX. V reálném vyjádření se od značně očištěných cen vývozu odečítá relativně vysoká hodnota dovozu.

Pozitivní vývoj směnných relací, však kladně ovlivňuje ukazatel hrubého disponibilního důchodu, díky působení obchodního zisku ze směnných relací.

Ten stanovuje veškerý důchod, který v ekonomice zůstane po vypořádání se s nerezidenty, udává tak důchod, který mohou rezidenti, použít na spotřebu a investice.

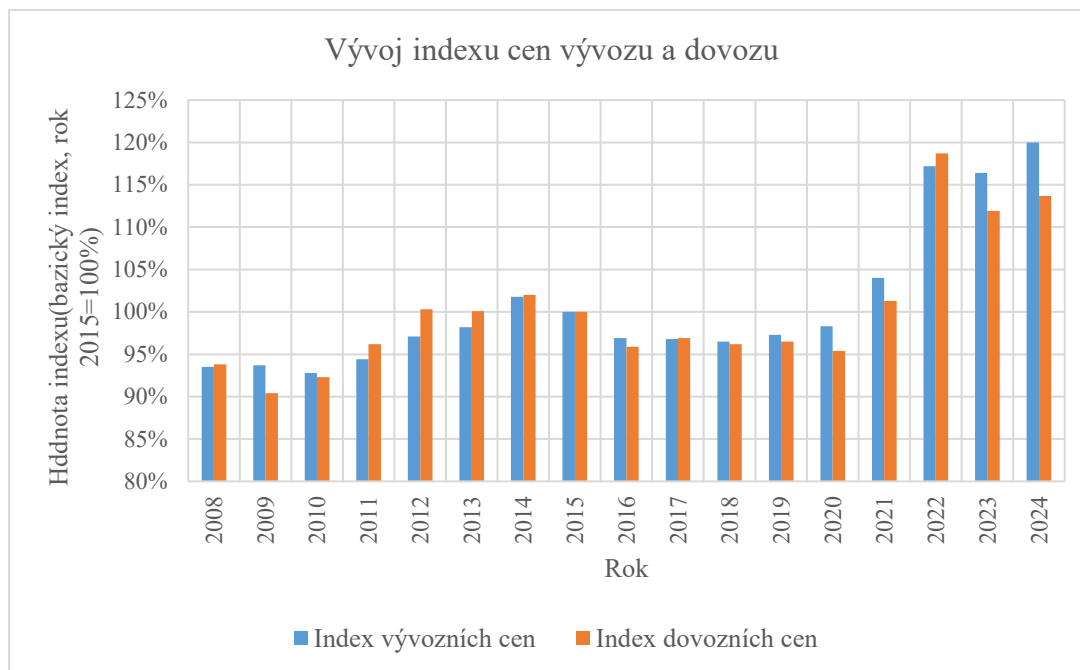
(Vejmělek, Žďárek a kol., 2025, s.246)

Obchodní zisk tak zvyšuje reálný hrubý domácí důchod ekonomiky. Zvýšení ceny exportu, nad cenu exportu znamená, že na to abychom zaplatil větší fyzický dovoz, stačí k tomu zrealizovat menší fyzický vývoz a ekonomika tak může zvýšit spotřebu a investice.

(Vejmělek, Žďárek a kol., 2025, s. 172)

Vývoj směnných relací je v případě České republiky exogenní proměnnou, daný především cenou komodit.

(Vejmělek, Žďárek a kol., 2025, s.173)



Graf 12 Vývoj indexu cen dovozu a vývozu (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025l, m)

Do roku 2015 byla česká ekonomika a její hrubý disponibilní důchod negativně ovlivňován vyšší cenou dovozu. Výjimku tvořil krizový rok 2009 a 2010, kdy cenová hladina vyváženého zboží převyšovala cenu dováženého. Vyšší cenová hladina dovozu tak snižovala disponibilní důchod ekonomických subjektů ČR, avšak zvyšovaly ukazatel reálného HDP. Od roku 2015 do roku 2021 již směnné relace pozitivně působily na hrubý disponibilní důchod subjektů, avšak snižoval ukazatel reálné HDP.

Tento vývoj směnných relací to může být dán také depreciaí koruny ze strany ČNB v období let listopad 2013 až duben 2017.

(ČNB, ©2017)

V roce 2020, kdy byl zaznamenán velký propad ekonomiky vlivem, pandemie, došlo stejně jako v roce 2009 ke zlepšení směnných relací.

Pozitivní vývoj směnných relací byl dán poklesem cen energetických surovin, z důvodů nižší poptávky po nich vlivem ekonomických poklesů.

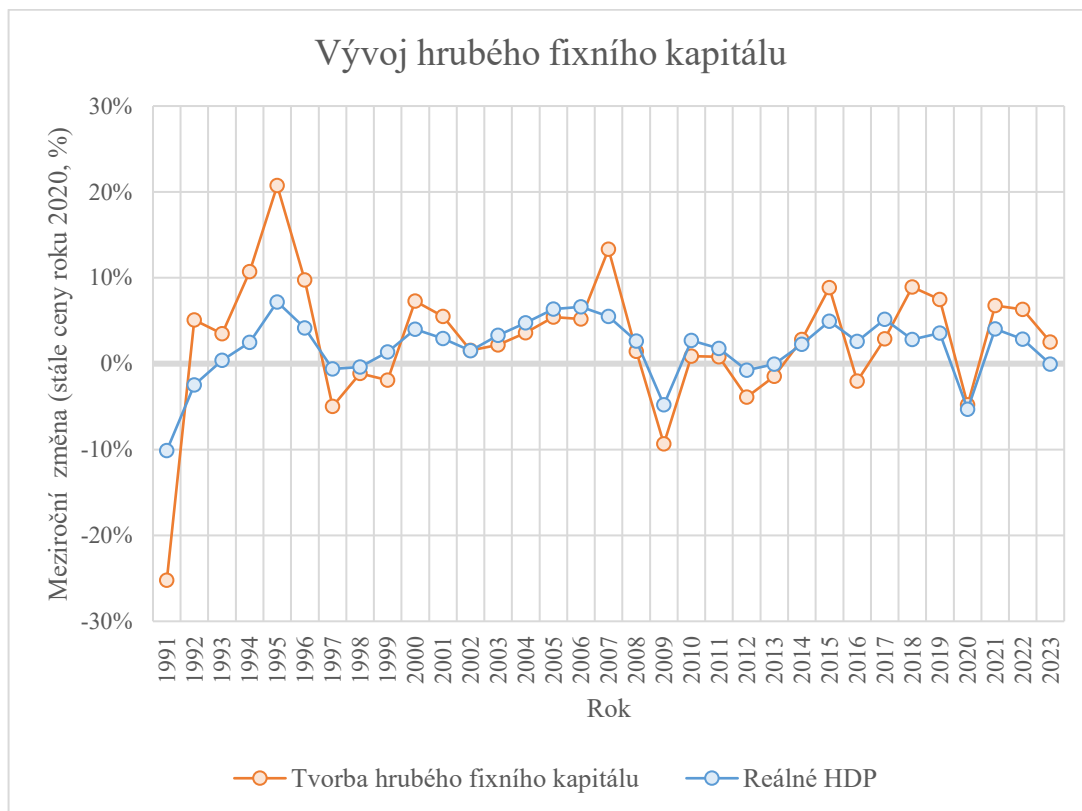
(ČSÚ, ©2020b)

Naopak v roce 2022 vlivem růstu cen dovozních energetických komodit došlo k výraznému zhoršení směnných relací, a to navzdory tomu, že i ceny vývozu značně vzrostly.

Zaměření se na export, je pro Českou republiku velmi důležité, protože při převládajícím pozitivním působení směnných relací posledních let přináší značný nárůst důchodu, který

může být využit na spotřebu a investice domácích subjektů. Právě investice jsou způsobem jak je možné dále zvyšovat kvalitu, vyspělost a s tím i cenu vyváženého zboží.

3.5 Objem investic



Graf 13 Vývoj hrubého fixního kapitálu (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025a)

Investice jsou významným zdrojem růstu potenciálního produktu. Vývoj investic je značně volatilní. Investice jsou jednou ze složek reálného HDP a chovají se tak pro cyklicky.

Graf znázorňuje vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu, jenž je označován také jako investice a vývoje reálného HDP. Položka investic zde obsahuje jak investice soukromých firem, tak i investice vlády.

V roce 1991 došlo k největšímu propadu investic, objem investic se snížil o 25,2 %. Následně však rostly a v roce 1995 vzrostl objem investic meziročně o 20,7 %. Investice se vyvíjely stejným směrem jako reálné HDP, avšak byly více volatilní. Jen v roce 2007 a 2018 na rozdíl od HDP rostly a v roce 2019 klesaly.

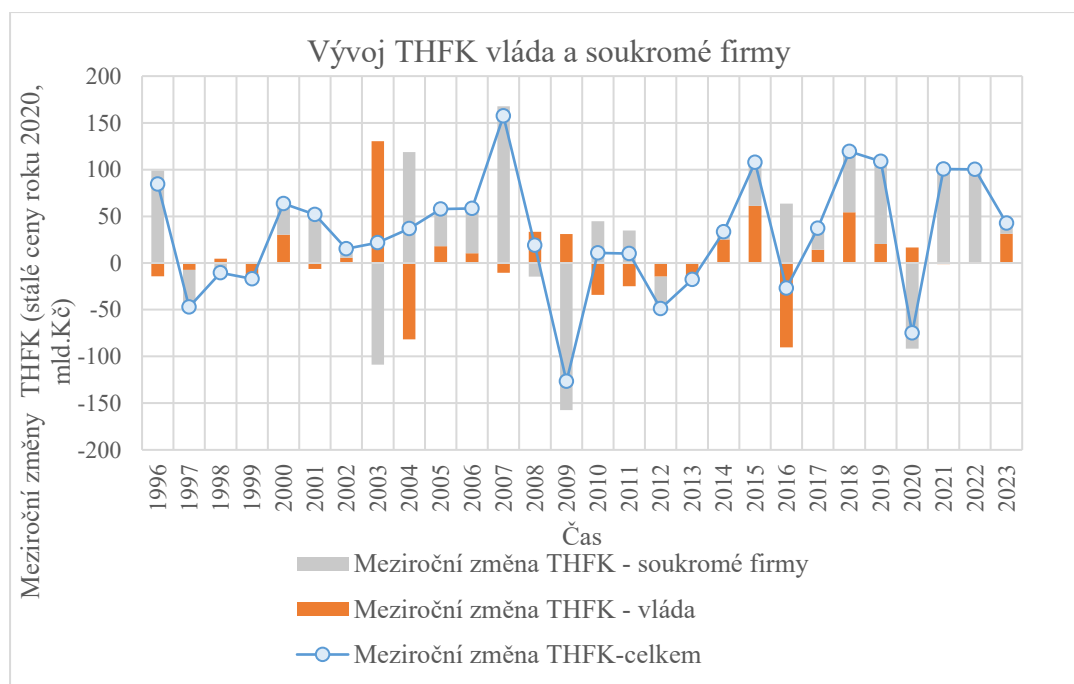
Po vstupu České republiky do Evropské unie, sice investice několik let kontinuálně rostly, avšak k výraznějšímu růstu došlo až v roce 2007, což mohl být zpožděný efekt vstupu.

Významný propad investic byl zaznamenán především v krizových letech 2009 a 2020. Jistý propad, lze sledovat také během krize eurozóny v roce 2012 a 2013. K propadu došlo také v roce 2016.

Graf níže rozkládá celkové investice na investice vytvořené vládou a investice vytvořené soukromými subjekty. Hodnoty THFK realizovaného vládou vyjádřené v běžných cenách byly převedeny do cen roku 2020, pomocí koeficientů, které ČSÚ používaly v jednotlivých letech pro transformaci celkové výše THFK.

$$THFK \text{ vláda (stálé ceny)} = THF \text{ vláda (běžné ceny)} \times \frac{THFK \text{ celkem (stálé ceny)}}{THFK \text{ celkem (běžné ceny)}} \quad (10)$$

THFK soukromých institucí pak byla vypočítána jako rozdíl mezi celkovou THFK a THFK vlády. Z celkových hodnot pak byly vypočítány meziroční rozdíly pro lepší znázornění dynamiky proměnných



Graf 14 Vývoj THFK vláda a soukromé firmy (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025a, b, o)

Soukromé investice mají hlavní roly v udávání vývoje celkových investic a značně korelují s vývojem reálného HDP, významný rozdíl ve vývoji těchto dvou veličin můžeme vidět jen v roce 2003, kdy ekonomika rostla ale soukromé investice se propadly.

Z vývoje těchto dílčích investic, je možné vysledovat, že vysoké nárůsty celkových investic byly způsobeny, především aktivitou soukromých firem, což je patrné především na letech 1996, 2007, 2020 a 2021

Stejně tak poklesy celkových investic byly dány úbytkem soukromých investic, s výjimkou roku 2016.

Chování soukromých investic je vzhledem k reálnému HDP pro cyklické. V letech největšímu ekonomického růstu lze sledovat rekordní růst soukromých investic, naopak roky největšího poklesu, s sebou přinesly i největší pokles v soukromých investicích.

Vývoj vládních investic je méně volatilní. V letech ekonomického růstu se chovaly převážně pro cyklicky. V roce 1998 ale především pak v letech 2009 a 2020 kdy došlo k největším poklesům ekonomiky, vláda použila investice jako proticyklický nástroj, působící proti vývoji ekonomiky a jako náhradu za vysoký pokles soukromých investic. Tento nárůst, však nebyl dostatečně velký na to aby nahradil pokles soukromých investic.

V letech, kdy pokles ekonomiky nebyl tak výrazný, jako byly například roky 2012 a 2013, však vláda tento nástroj nevyužila, a naopak pro cyklicky snižovala meziroční nárůst investic.

Velký meziroční nárůst vládních investic je patrný především v roce 2003, kdy však celkový rozdíl v investicích nebyl tak markantní, neboť se zároveň značně snížil objem soukromých investic. Tento vysoký nárůst vládních výdajů na investice je dán vstupem do EU v následujícím roce, kdy rostly výdaje vlády na financování infrastrukturních projektů spolufinancovaných vládou a fondů EU.

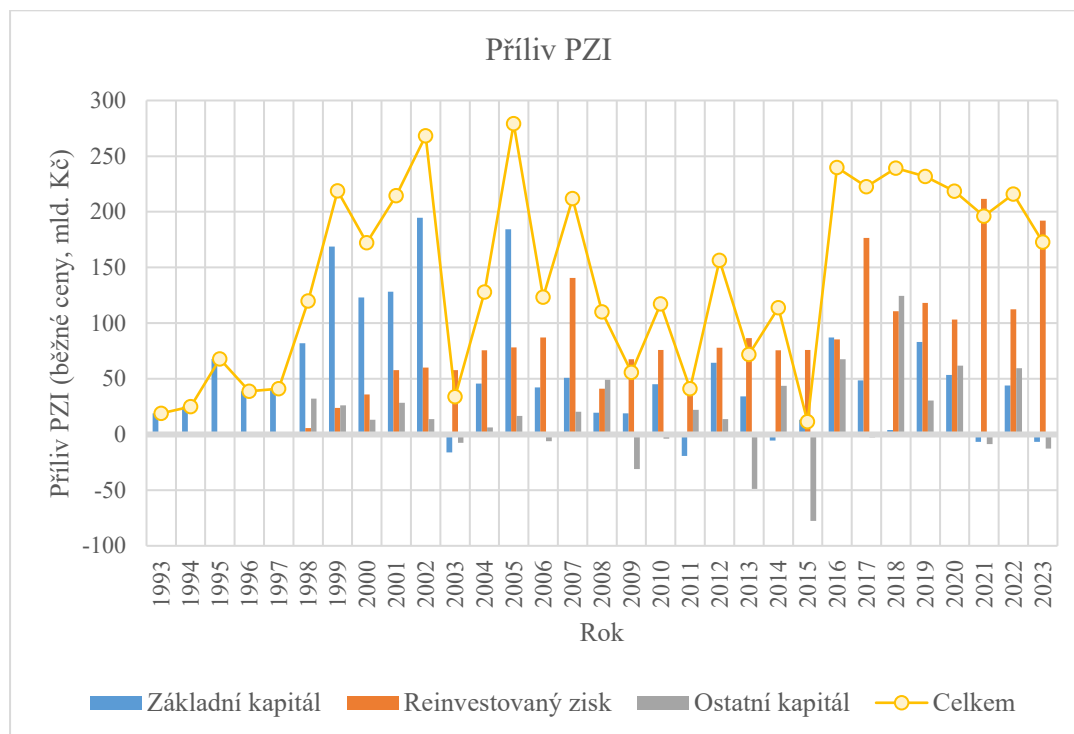
(MFČR, ©2025)

Vzhledem k tomu, že ekonomika rostla a firmy by tak neměly mít tendenci snižovat investiční výdaje, mohlo dojít k efektu vytěsnění soukromých investic.

O rok později však již byla situace opačná, avšak z hlediska celkových hodnot realizovaných investic, došlo jen k návratu do normálního stavu.

Po propadu ekonomiky vlivem pandemie v roce 2020, rostly v letech 2021 a 2022, jen soukromé investice firem, které se tak snažily podpořit své podnikání, zatím co objem vládních investic se neměnil a vzrostl až v roce 2023.

3.6 Přímé zahraniční investice



Graf 15 Příliv PZI (vlastní zpracování, ARAD, ©2025d, e)

Vysoký příliv PZI do České republiky začal v roce 1998. a byl každoročně vysoký až do roku 2002, kdy v ČR bylo takto investováno více jak 268 mld, Kč. V roce 2003 došlo ke značnému snížení přílivu PZI na 33 mld. Kč.

Vysoký příliv v roce 2002 byl dán privatizací společnosti Transgas a k propadu v roce 2003 přispěl zpětný odkup akcií společnosti Eurotel od zahraničních investorů.

(MPO, ©2011)

V roce 2005 však již bylo v ČR investováno nejvíce za všechna sledovaná období a bylo tak investováno 279 mld. Kč.

Tento vysoký příliv byl způsoben vstupem zahraničních investorů do společností Český Telekom, Unipetrol a Vítkovice Steel.

(Marková, 2014, s. 22)

Do roku 2015 měl příliv nových PZI klesající trend, kdy bylo v tomto roce investováno vůbec nejméně za celé sledování. V roce 2015 byl objem nových PZI jen 11 mld. K takto nízkému přílivu nedošlo ani v době finanční krize a velkém poklesu ekonomiky v roce

2009. Po tomto roce však byl znovu nastartován příliv PZI. Do posledního sledovaného roku, tak každoroční příliv nových PZI dosahuje hodnot mezi 250 až 170 mld. Kč.

Nutno však podotknout, že údaje o PZI jsou sestavovány v běžných cenách, a tak především porovnání přílivu nových PZI po roce 2021 s hodnotami v předešlých obdobích, může být zkreslený vlivem vysokého nárůstu cenové hladiny.

Při podrobnější dekompozici nově realizovaných PZI, jsou zřejmé změny v podílu položek, kterými jsou PZI tvořeny. V letech 1993 až 1997 byly PZI omezeny pouze na investice do základního, respektive vlastního kapitálu. Vysoký podíl investování do základního kapitálu na celkových nových PZI platil až do roku 2005, s výjimkou roku 2003, který byl všeobecně značně specifický, protože došlo taktéž k již zmiňovanému výraznému navýšení vládních investic.

Od roku 2006 již nabývá významnější postavení reinvestování zisku, které tvoří již výraznou část z nových PZI, a to až do konce sledování.

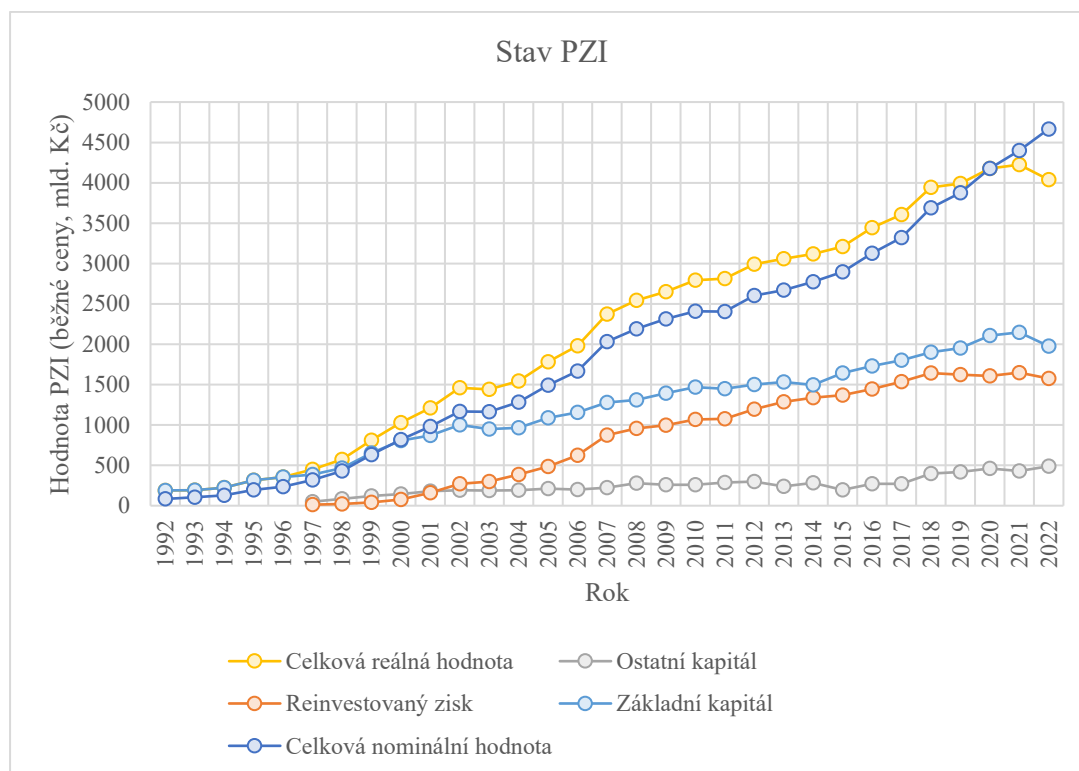
Vývoj roku 2008 byl dán omezením reinvestic a pokračujícím růstem odlivu dividend do mateřských zemí zahraničních společností, které se se stejně jako česká ekonomika potýkaly s krizí.

Podíl ostatního kapitálu na nových PZI nabývá většího významu až od roku 2008. V období mezi lety 2009 až 2015 byly často tuzemské afiliace zahraničních společností často využívány jako poskytovatelé různých úvěrů v rámci skupiny. Po roce 2015 však již docházelo převážně k přílivu ostatního kapitálu.

Za specifické roky z hlediska vývoje a skladby přílivu PZI lze považovat především roky 2003, 2015 a období po roce 2020.

V roce 2003 došlo k velkému propadu investic do základního kapitálu, což mělo velký dopad na příliv PZI v daném roce.

V roce 2015 byla celková hodnota nových PZI ovlivněna především záporným tokem ostatních investic. Zatím co rok 2020 z hlediska přílivu PZI nebyl výjimečný, v roce 2021 kdy se ekonomika dostávala z největšího propadu v historii samostatné ČR je pozorován velký objem reinvestovaného zisku, z hlediska ZK však docházelo k deinvesticím a ke stejnému jevu docházelo i v roce 2023. V roce 2020, kdy došlo k propadu hospodářství a v roce 2022, kdy došlo k největšímu nárůstu indexu cen průmyslových výrobců, byly realizovány investice do všech tří položek.



Graf 16 Stav PZI (vlastní zpracování, ARAD, ©2025f, e)

Reálná hodnota celkových PZI byla vypočítána na stejném principu jako tvorba hrubého fixního kapitálu.

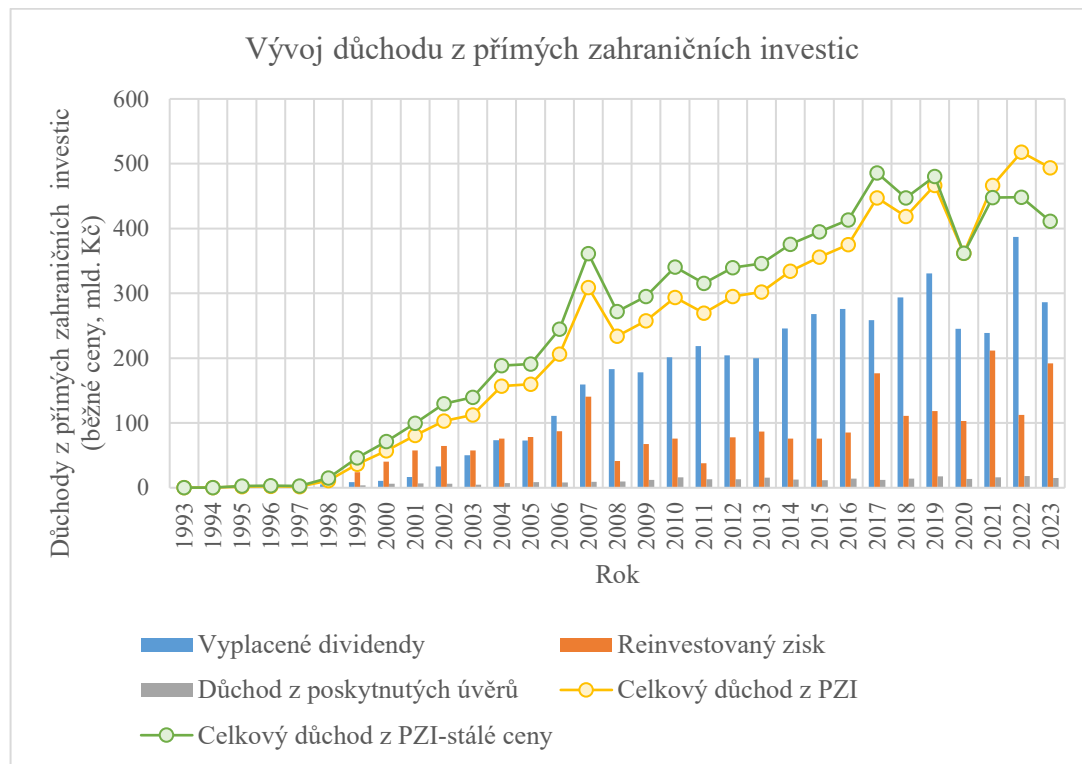
$$PZI (stálé ceny) = PZI (běžné ceny) \times \frac{THFK celkem(stálé ceny)}{THFK celkem(běžné ceny)} \quad (11)$$

Z grafu celkového stavu PZI v České republice je jasné patrné, že reálná hodnota celkových investic kopíruje její nominální hodnotu, a to až do roku 2020, kdy příliv nových PZI nebyl tak velký, aby smazal vliv vysoké inflace, důsledkem čehož došlo také v roce 2022 k poklesu reálné hodnoty PZI. Reálná hodnota stavu PZI každoročně rostla, s výjimkou roku 2003 a 2022. Největší podíl na PZI má každoročně základní kapitál. Od roku 2002 je objem reinvestic vyšší než objem ostatního kapitálu. Zatím co reálná hodnota ostatního kapitálu v čase výrazně nerostla, význam reinvestovaného zisku se značně zvýšil a přiblížila se objemu investovaného základního kapitálu.

Reálná hodnota PZI na počátku konvergenčního procesu, v roce 1992 byla 189,3 mld. Kč, v roce 2021 kdy dosáhl stav PZI to bylo 4224, 4 mld. Kč. V roce 2022 došlo k reálnému poklesu PZI o 186,5 mld. Kč, byť by toto dělalo v běžných cenách nárůst o 266,1 mld. Kč.

4 VÝVOJ OBJEMU REPATRIACE ZISKU Z ČR

4.1 Makroekonomická analýza repatriace zisku z ČR



Graf 17 Vývoj důchodů z přímých zahraničních investic

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, g)

Celkový důchod z PZI je tvořen vyplacenou dividendou bezprostřednímu vlastníkovi, reinvestovaným ziskem a úroky z úvěrů, které mateřský podnik, případně jiný podnik ze skupiny, poskytl podniku PZI.

Do roku 1997, nebyl statisticky zjišťován objem reinvestovaného zisku a důchod z poskytnutých úvěrů z přímých zahraničních investic.

Celkový objem důchodu vytvořeného PZI, vyjádřeného v běžných cenách s výjimkou let 2008, 2018, 2020 a 2023 každoročně stoupal. Největší propad ve vytvořeném důchodu byl zaznamenán v roce 2008, kdy se důchod propadl o více jak 24,3 %. K významnému propadu důchodu došlo také v roce 2020, kdy byl propad ve vytvořeném důchodu 104 mld. Kč, což dělalo meziročně 22,4 %.

Největší nárůsty je naopak možno sledovat v letech 2007, 2017 a 2021 u kterého se však jednalo spíše pouze o návrat k trendu, protože v předchozím roce došlo k výraznému propadu důchodu z PZI. Naopak vysoké nárůsty let 2007 a 2017 předcházely vysokým

propadům výše již výše zmíněných let 2008 a 2018. Objem vytvořeného důchodu v roce 2021 nepřekonal před covidový rok 2019 a to ani navzdory vysoké inflaci, která jí pomáhala.

Vývoj důchodu z PZI stejně jako jeho dílčích součástí v čase je tak nutno brát s rezervou, z důvodů využívání běžných cen, které mohou být značně ovlivněny růstem cenové hladiny.

Podrobnější dekompozice složek důchodu odkrývá, že od roku 1998, kdy se začaly sledovat také reinvestice a důchody z poskytnutých úvěrů, do roku 2005 převyšoval objem reinvestovaného zisku, objem dividend. Objem dividend však rostl rychlejším tempem, a tak od roku 2006, až do konce sledování objem vyplacených dividend převyšuje objem reinvestovaného zisku.

Až do roku 2007 objem reinvestovaného zisku ještě spolu s vyplacenými dividendami rostl. V roce 2008 kdy zároveň došlo k významnému propadu důchodu, byl tento propad kompenzován výrazným snížením reinvestic při nárůstu objemu vyplacených dividend, což bylo dáno snahou o vylepšení finanční pozice mateřských firem. Tento pokles celkového důchodu byl dán nastupující finanční krizí, která se však v České republice naplno projevila podle vývoje HDP až v roce 2009. Firmy již s předstihem omezily své investiční výdaje, což je patrné i z grafu vývoje hrubého fixního kapitálu, v kapitole popisující vývoj investic.

V následujících letech již ve většině sledovaných let panoval větší rozdíl mezi podílem vyplacených dividend a reinvestovaného zisku na celkovém důchodu vytvořeného PZI. Výjimkami byly roky 2017, 2021 a 2023. Snížení rozdílu bylo v letech 2017 a 2023 dáno především vyšší úrovní reinvestovaného zisku. Snížení rozdílu v roce 2021 pak bylo dáno především vyšší úrovní reinvestic ale také nižším objemem vyplacených dividend.

Zatím co při krizi v roce 2009 došlo k poklesu reinvestovaného zisku již v roce 2008, v případě největšího propadu ekonomiky v roce 2020, nedošlo k dopřednému snížení reinvestic a objem reinvestic se nesnížil ani v daném roce. To může být dáno tím, že krize vyvolaná pandemií nastala mnohem rychleji a neočekávaně ji než finanční krize z roku 2009.

V roce 2022, kdy se ekonomika již ekonomika dostala z propadu roku 2020, avšak její meziroční růst byl prakticky nulový lze pozorovat velký rozdíl v rozdělení důchodu mezi dividendy a reinvestice. To může být dáno vyplacenými naakumulovanými zisky předchozích let, kdy došlo k zadržení zisků. Meziroční srovnání celkových hodnot v tomto roce však může být značně opět zkresleno vysokým nárůstem cenové hladiny.

Důchod vytvořený PZI je tvořen také důchodem z poskytnutých úvěrů. Jeho podíl je však konstantně nízký. Svým charakterem však stejně jako dividendy znamená odliv důchodů z PZI do zahraničí.

Konkrétní výši podílu vyplacených dividend ze zisku realizovaného PZI vyjadřuje následující tabulka.

Tabulka 1 Podíl vyplacených dividend na zisku

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, g)

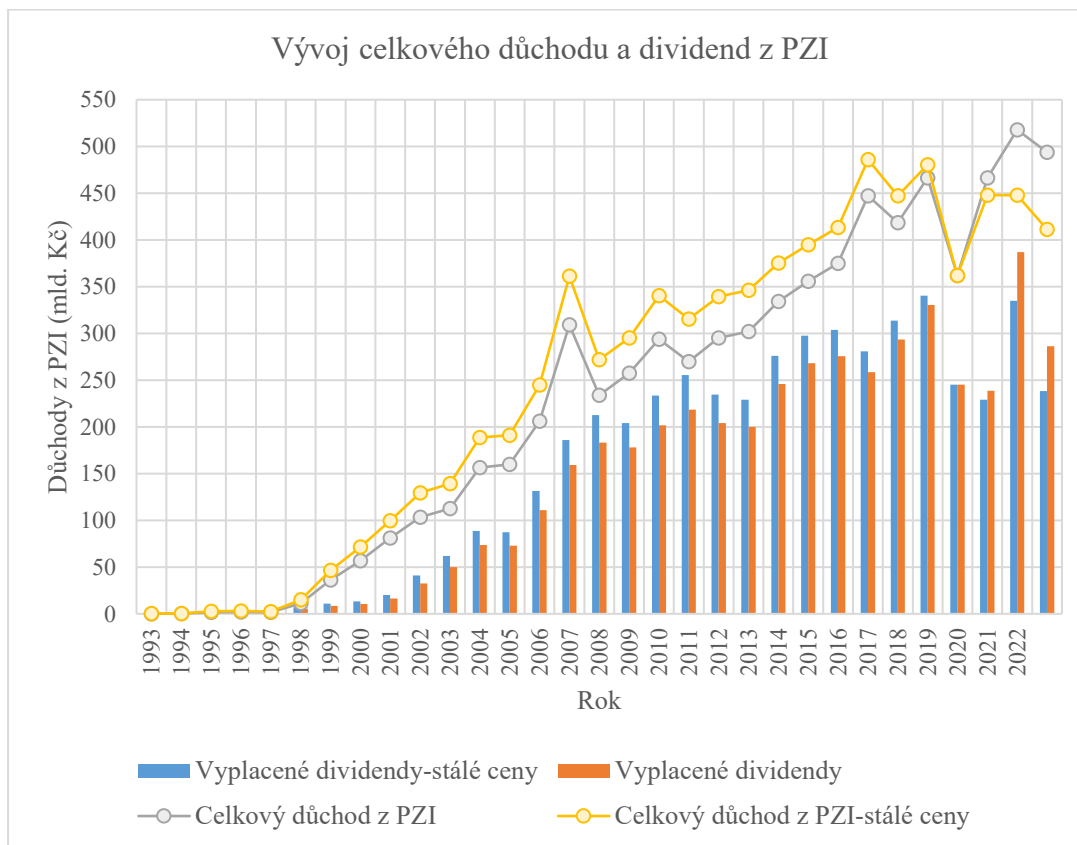
Rok	Podíl vyplacených dividend na zisku
1998	48%
1999	27%
2000	21%
2001	22%
2002	34%
2003	46%
2004	49%
2005	48%
2006	56%
2007	53%
2008	82%
2009	72%
2010	73%
2011	85%
2012	72%
2013	70%
2014	76%
2015	78%
2016	76%
2017	59%
2018	73%
2019	74%
2020	70%
2021	53%
2022	77%
2023	60%

Statistická data zachycující vývoj důchodu z PZI, včetně repatriovaných dividend, reinvestovaného zisku a úroků nejsou standartně vyjadřována ve stálých cenách a proto, může být jejich porovnávání v čase nepřesně interpretovatelné.

Reinvestovaný zisk, který je vytvořen z celkového důchodu vytvořeného PZI, tvoří část položky tvorba hrubého fixního kapitálu. Další položky tvořící celkový důchod z PZI, v podobě repatriovaných dividend a úroků představují repatriovaný důchod. Veškerý celkový důchod, především pak dividendy by tak mohly být reinvestovány a staly by se součástí položky tvorby hrubého fixního kapitálu. Repatriované dividendy jsou nákladem obětované příležitosti k reinvestovanému zisku.

V případě, že bychom použily poměrové koeficienty, které ČSÚ použilo pro přepočet položky hrubého fixního kapitálu při převodu z běžných cen na stálé ceny, výdajovou

metodou tvorby HDP v jednotlivých letech, získáme celkový důchod a vyplacené dividendy z PZI ve stálých cenách, tedy potenciální reinvestovaný zisk a hrubý fixní kapitál. Pro přepočty byly použity stálé ceny roku 2020.



Graf 18 Vývoj celkového důchodu a dividend z PZI v reálném vyjádření

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, g,)

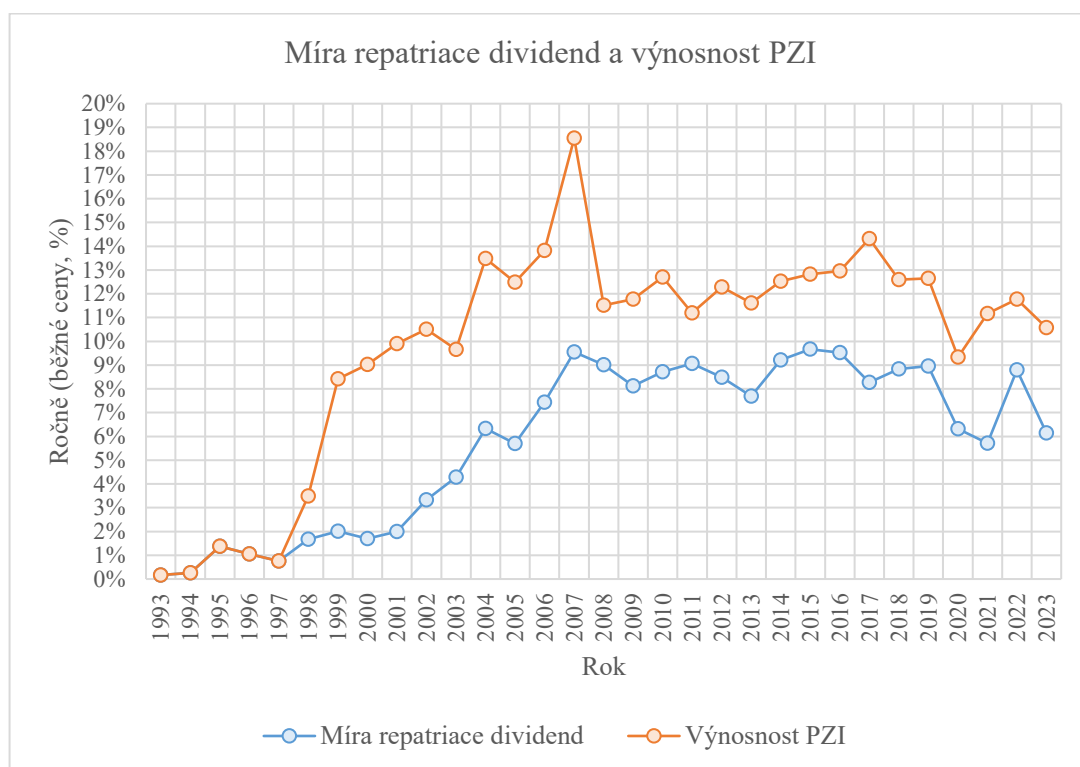
Z grafu je patrné, že celkový důchod byl vyjádřením cen roku 2020 vyšší než jejich vyjádření stálých cenách. To vychází z logických důvodů, kdy z důvodu růstu cenové hladiny jsou nadhodnocovány hodnoty předešlých let, a to až do roku 2020, kdy se reálné a běžné ceny rovnají.

V letech 2021 a 2022 můžeme pozorovat růst celkového důchodu, vyjádřením ve stálých cenách je zřejmé, že v roce 2021 skutečně rostlo k růstu, byť o něco menším, než vyjádřeného v běžných cenách. V roce 2022 se růst důchodu z PZI zastavil. Objem důchodu z PZI v letech 2021 a 2022 tak byl ve skutečnosti na úrovni roku 2018 a v roce 2023 byl na úrovni roku 2016. Nelze tedy říci, že by přímé zahraniční investice v posledních letech generovaly vyšší zisky.

Repatriované dividendy, měly stejně jako další položky z logických důvodů, do roku 2020 vyšší hodnotu a následně nižší, než bylo její vyjádření v běžných cenách. V roce 2021 tak byl objem vyplacených dividend na úrovni roku 2013. V roce 2022 pak skutečně došlo k nárůstu repatriovaných dividend, a to oproti letům 2020 a 2021 a však nebyly vyšší než dividendy vyplacené v roce 2019 jak by naznačovalo vyjádření v nominálních hodnotách. V roce 2023, z důvodů stále působícího vlivu inflace odpovídal objem repatriovaných dividend zhruba roku 2020, respektive až roku 2012.

Při interpretaci vývoje repatriace dividend, je také důležité zohlednit rostoucí objem PZI. Růst odlivu dividend v absolutních hodnotách, tak nemusí nutně reflektovat vyšší míru repatriace zisků a menší míru jejich reinvestování

Reinvestované zisky také mohou mít pouze formu dočasně ponechaných nerozdělených finančních prostředků bez toho, aby představovaly reálné investice



Graf 19 Míra repatriace dividend a výnosnost PZI

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, f, g)

Pro analýzu toho, zda skutečně z dlouhodobého hlediska dochází k vyšší repatriaci zisků z PZI nebo je tento růst odlivu dividend dán růstem celkového stavu PZI, poslouží ukazatele míry repatriace dividend a ukazatel výnosnosti PZI.

Výnosnost PZI udává efektivitu, s jakou PZI generují zisk. Udává zhodnocení investice. Míra repatriace dividend, pak znázorňuje okamžitou výnosnost investice pro mateřskou společnost.

$$\text{Výnosnost PZI} = \frac{\text{Dividendy} + \text{Reinvestice} + \text{Úroky z úvěrů}}{\text{Stav PZI}} \times 100 \quad (12)$$

$$\text{Míra repatriace dividend}(t) = \frac{\text{Vyplacené dividendy}(t)}{\text{Stav PZI}(t - 1)} \times 100 \quad (13)$$

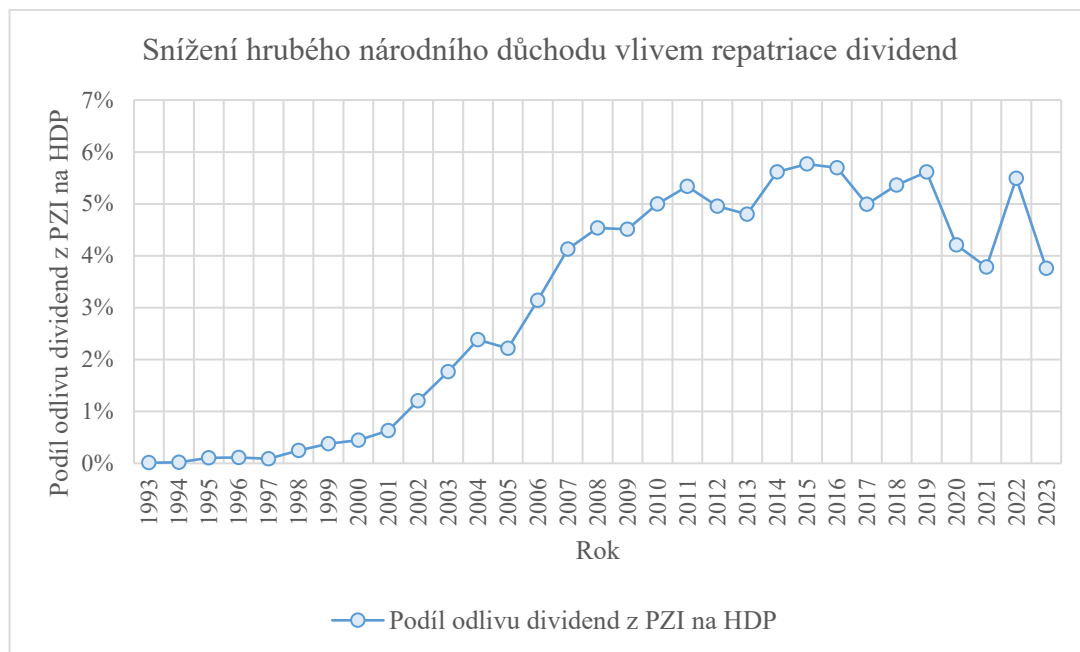
Do roku 1997 se hodnoty shodují, což je však dáno tím, že statisticky nebyla rozlišována položka reinvestovaného zisku.

Od roku 1997 do roku 2007 výnosnost PZI značně rostla. V roce 1997 dosahovaly PZI výnosnosti jen jednoho procenta, v roce 2007 to pak bylo 18,5 %, což bylo nejvíce za celou dobu sledování. V roce 2008 z důvodu nastupující finanční krize poklesla výnosnost na 11,5 %. Následně se výnosnost PZI pohybovala stabilně od 11,2-14,3 %, s výjimkou roku 2020 kdy klesla na 9,3 % a roku 2023 kdy byla 10,6 %. Meziroční propad výnosnosti v roce 2020 nebyl tak výrazný jako v roce 2008, kdy se výnosnost propadla o 7 %. Výnosnost PZI je tak roku 2008 stabilní, smírnou tendencí růstu v období růstu před pandemií, a naopak mírnou tendencí k poklesu po pandemii.

Míra repatriovaných dividend taktéž od roku 1997 rostla, avšak ne takovým tempem jako výnosnost. Obě míry se k sobě přiblížily až v roce 2008, kdy se míra repatriace dividend prakticky ustálila, avšak výnosnost PZI rapidně klesla. Vzájemný vztah těchto ukazatelů je dán ustálením míry reinvestování, resp. Výplaty dividend.

Ze vzájemného vztahu těchto dvou veličin je patrné, že do roku 2008 zahraniční společnosti ve větší míře reinvestovaly svůj výnos z PZI zpět do místních afiliací, což je jasné i z předchozích vyjádření.

Růst celkových repatriovaných dividend je dán několika faktory. Prvním faktorem je omezení reinvestování zisku ve prospěch vyplacení dividend. Druhým faktorem je samotný růst důchodu, které jsou PZI schopny vygenerovat. Tento růst důchodu však vychází pouze ze stále rostoucího stavu PZI, tvořeného nyní především reinvestovanými zisky. Růst důchodu nevychází z toho, že by byly PZI schopny efektivněji generovat zisk. A to minimálně od roku 2008 od kterého je výnosnost v podstatě stabilní.



Graf 20 Snížení hrubého národního důchodu vlivem repatriace dividend

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025c, g, ČSÚ, ©2025o)

Česká republika má velký rozdíl mezi HDP a HND, který je dán především saldem prvotních důchodů. Vysoký odliv zisků z PZI tak způsobuje značný rozdíl mezi ukazateli HDP, který je všeobecně považován za nejkomplexnější ukazatel výkonnosti ekonomiky a HND. Ten vyjadřuje celkový důchod, který mohou subjekty dané využívat pro financování spotřeby domácností, vládních výdajů tak i tvorby hrubého fixního kapitálu. Odliv dividend z PZI tak značně snižuje disponibilní důchod subjektů ČR.

Z grafu je patrné, že objem repatriovaného zisku dosahuje v rámci ekonomiky ČR významných hodnot. Do roku 2001 byl význam repatriovaných dividend relativně malý, kdy nedosahoval ani 1 % HDP. Následně však nabíral na významu a v roce 2011 dosahoval 5,3 % HDP země. Vývoj repatriace zisků, vzhledem k HDP pak již byl nadále konstantně vysoký, kdy dosahoval až 5,8 % HDP. K výraznému snížení objemu dividend vzhledem k HDP došlo jen v letech 2020, 2021 a 2023.

Repatriovaný zisk tak na rozdíl od směnných relací, dlouhodobě snižuje disponibilní důchod země a možnosti ekonomického růstu.

Tabulka 2 Podíl na odlivu dividend dle sektorů OKEČ

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e)

Rok	OKEČ								
	Výroba potravin a nápojů, zpracování tabáku	Rafinérské zpracování ropy, chemické, pryžové a plastové výrobky	Kovy, kovové výrobky	Výroba motorových vozidel a dopravních zařízení	Elektřina, plyn, voda	Obchod a opravy	Doprava a telekomunikace	Finanční zprostředkování	Ostatní
2000	28%	7%	5%	1%	10%	13%	1%	5%	30%
2001	19%	4%	6%	2%	5%	11%	6%	17%	30%
2002	11%	2%	3%	1%	8%	13%	15%	22%	25%
2003	16%	7%	2%	1%	7%	6%	33%	18%	12%
2004	11%	6%	2%	8%	11%	7%	10%	30%	16%
2005	10%	5%	3%	11%	10%	6%	10%	20%	25%
2006	6%	3%	2%	3%	10%	10%	14%	32%	20%
2007	4%	5%	2%	10%	10%	9%	12%	18%	30%
2008	3%	11%	4%	11%	12%	8%	13%	15%	23%

V letech 2000 až 2008 byla statistika odlivu dividend sledována dle Odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ). Repatriace zisků je koncentrovaná jen do malého počtu kategorií, v roce 2003 těchto 8 kategorií tvořilo celých 88 % veškerého repatriovaného zisku, přičemž jen výroba potravin, doprava a komunikace a finanční zprostředkování tvořily 67 %.

V těchto letech celkový objem vyplacených dividend každoročně, kromě roku 2005 rostl. Na začátku sledování docházelo k největší repatriaci zisků z potravinářského sektoru, který tvořil celkem 28 % všech dividend, které byly repatriovány do zahraničí, což dělalo více jak 2,9 mld. Podíl tohoto sektoru na celkovém odlivu zisků v dalších letech již nebyl tak velký a postupně klesal, ačkoliv v peněžním vyjádření dále rostl.

U kategorie motorových vozidel je patrný nárůst podílu na repatriovaném zisku především od roku 2004.

Podíl sektoru dopravy a komunikace významně rostl, v roce 2000 činil objem repatriovaného zisku pouze jedno procento, což činilo 123 mil. Kč. V roce 2003 však již tvořily téměř třetinu všech odčerpaných dividend do zahraničí, tedy přes 17 mld. Kč, kdy následně tento podíl poklesl.

To může být dáno již zmíněným zpětným odkupem akcií Eurotelu.

(MPO, ©2011)

Podobný vývoj zaznamenal také sektor finanční zprostředkování. Tato kategorie dlouhodobě vykazuje nejvyšší podíly na celkovém repatriovaném zisku a v roce 2006 došlo k repatriaci ve výši téměř 36 mld. Kč, přičemž na počátku sledování v roce 2000 to bylo 534 mil. Kč.

Vysoký nárůst této kategorie byl dán zvyšováním výkonu a stability českého bankovního sektoru a také dokončením privatizačního procesu velkých bank.

(ČNB, ©2004)

Tabulka 3 Podíl odlivu dividend dle NACE Rev.2

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, h)

Rok	Sektory a odvětví dle NACE Rev. 2										
	Výroba potravin, nápojů a tabákových výrobků	Ropné, chemické, farmaceutické, pryžové a plastové výrobky	Kovy, kovové výrobky	Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů	Ostatní zpracovatelský průmysl (výroba usní, nábytku, el.zařízení; opravy a instalace)	Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	Velkoobchod, maloobchod, opravy motorových vozidel	Informační a komunikační činnosti	Finanční a pojišťovací činnosti	Profesní, vědecké a technické činnosti	Ostatní
2009	5%	10%	3%	11%	6%	10%	9%	9%	21%	2%	14%
2010	5%	5%	1%	4%	4%	14%	9%	11%	26%	5%	16%
2011	5%	6%	1%	4%	5%	8%	7%	12%	31%	2%	19%
2012	7%	6%	3%	5%	11%	8%	6%	10%	19%	2%	23%
2013	5%	10%	7%	7%	6%	7%	8%	8%	27%	3%	12%
2014	3%	10%	6%	8%	0%	14%	10%	5%	20%	4%	20%
2015	6%	13%	12%	11%	7%	2%	8%	3%	21%	4%	13%
2016	5%	8%	3%	15%	6%	2%	11%	7%	25%	4%	14%
2017	4%	11%	7%	12%	0%	1%	11%	7%	22%	3%	22%
2018	3%	8%	4%	18%	6%	2%	12%	8%	23%	9%	7%
2019	3%	8%	3%	14%	5%	3%	8%	8%	27%	2%	19%
2020	6%	8%	2%	17%	5%	3%	10%	11%	20%	3%	15%
2021	3%	6%	4%	9%	8%	0%	14%	12%	24%	2%	18%
2022	2%	10%	3%	8%	3%	5%	10%	11%	35%	2%	11%
2023	2%	6%	3%	11%	7%	7%	11%	8%	30%	2%	13%

Od roku 2009 používá ČNB pro členění ekonomických sektorů a odvětví metodu NACE, která je však s předchozím členěním značně podobná. V letech 2009 až 2023 bylo vždy přes 75 % všech repatriovaných dividend z PZI, tvořeno celkem deseti sektory a v roce 2018 tvořily dokonce 93 % všech dividend.

I při změně kategorizace je patrné, že nejvíce dividend z PZI je vypláceno z finančního sektoru. V roce 2022 tvořily dokonce 35 % veškerého repatriovaného zisku do zahraničí, což činilo 134 mld, v tomto roce došlo také ke značnému nárůstu celkových repatriovaných dividend, který činil přes 148 mld. Kč. Z toho činily dividendy z finančního sektoru 76 mld. Kč.

Vysoký podíl na repatriovaném zisku pochází také z kategorií výroba motorových vozidel a velkoobchod, maloobchod, oprava motorových vozidel, které v průměru tvořily 10 % repatriovaného zisku. Výroba motorových vozidel tvořila vysoký podíl především mezi lety 2015 až 2020. Průměrně 8 % repatriovaného zisku pocházelo z odvětví zpracování ropy a výroby chemických, farmaceutických a pryžových a plastových výrobků.

Kategorie výroby a rozvodu elektřiny tvořila významnější podíl především v počátečních letech, mezi lety 2015 až 2021 pak tvořila jen menší část, přičemž v roce 2021 netvořila ani

jedno celé procentu odlivu dividend, v následujících letech však již její podíl vzrostl na 5 % a následně 7 %. V roce 2021 došlo k repatriaci zisku ve výši 1,1 mld. Kč, v roce 2022 to bylo přes 19,5 mld. Kč.

Odliv dividend z profesní, vědecké a technické činnosti byl po celou dobu sledování nižší, s výjimkou roku 2014, kdy měla podíl 9 % na reinvestovaném zisku.

Kategorie výroby potravin pokračovala v klesajícím trendu, který zahájila v roce 2006 a od tohoto roku tvořila podíl v průměru již jen okolo 4 % ročně.

Tabulka 4 Podíl odlivu dividend dle zemí přímého investora

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025e, g)

Rok	Belgie	Francie	Kypr	Lucembursko	Německo	Nizozemí	Rakousko	Švýcarsko	Eurozóna	EU	Svět (absolutní hodnota, mld.Kč)
2000	0%	9%	0%	0%	36%	35%	3%	1%	84%	88%	10,7
2001	0%	11%	0%	0%	23%	51%	2%	5%	89%	90%	16,4
2002	4%	9%	0%	0%	20%	45%	12%	2%	90%	92%	32,7
2003	3%	6%	0%	0%	9%	69%	7%	1%	94%	95%	52,1
2004	12%	11%	0%	0%	18%	44%	9%	1%	96%	97%	73,5
2005	5%	12%	1%	0%	23%	39%	13%	1%	93%	97%	72,9
2006	9%	12%	0%	0%	12%	43%	9%	2%	95%	97%	110,8
2007	7%	8%	1%	2%	10%	49%	8%	1%	93%	98%	159,3
2008	5%	10%	1%	4%	14%	42%	9%	1%	94%	99%	181,3
2009	1%	8%	2%	1%	16%	39%	15%	2%	90%	95%	177,9
2010	10%	7%	2%	5%	14%	41%	11%	1%	95%	98%	201,6
2011	9%	9%	7%	3%	10%	36%	10%	1%	94%	97%	218,5
2012	4%	8%	8%	3%	11%	38%	14%	2%	93%	97%	204,1
2013	5%	8%	3%	4%	14%	30%	15%	6%	84%	93%	200,0
2014	4%	7%	7%	3%	12%	36%	13%	5%	85%	92%	245,7
2015	6%	8%	4%	9%	13%	26%	14%	11%	83%	87%	268,2
2016	6%	7%	5%	11%	15%	25%	14%	3%	86%	93%	275,7
2017	6%	9%	2%	15%	15%	22%	13%	3%	86%	95%	258,4
2018	8%	6%	2%	17%	16%	19%	12%	2%	86%	94%	293,5
2019	5%	6%	2%	19%	20%	21%	11%	3%	87%	93%	330,6
2020	1%	3%	3%	30%	18%	18%	7%	3%	84%	89%	245,1
2021	4%	5%	4%	12%	16%	25%	18%	2%	91%	93%	238,7
2022	9%	10%	3%	12%	14%	21%	13%	2%	87%	94%	387,0
2023	5%	5%	2%	11%	16%	20%	15%	4%	87%	94%	286,4

Za celou dobu sledování je jasně pozorovatelné, že většina dividend je repatriováno do zemí Evropské unie a také eurozóny, jejíž součástí je většina zemí.

Dlouhodobě nejvíce repatriovaných zisků z PZI je odčerpáváno do Nizozemí. Podíly byly největší především v první polovině sledování. Nejvyšší podíl na odlivu dividend mělo v roce 2003, kdy do Nizozemí bylo vyvedeno 69 % veškerých dividend vyplacených z PZI. V posledních letech sledování se již podíl Nizozemí snižoval, ačkoliv se stále jedná o zemi, do které je vypláceno nejvíce dividend.

Druhou zemí do které je repatriováno nejvíce dividend je Německo, do kterého průměrně za celou dobu sledování je vypláceno 16 %. Podíl na vyplacených dividendách je konstantně

vysoký. Největšího podílu, 36 % dosáhlo hned v roce 2000. V roce 2003, kdy byl rekordně vysoký odliv do Nizozemí, se naopak odliv dividend do Německa snížil.

Následně je nejvíce dividend repatriováno do Rakouska, u kterého lze vidět vyšší podíly, především od roku 2009. Průměrně čtvrtý nejvyšší odliv dividend jde do Francie a následně do Lucemburska, kde lze vidět vysoký odliv především od roku 2015 kdy se již ekonomika plně vypořádala s následky finanční krize a krize eurozóny a rostla meziročně o 5 %. V roce 2020 do Lucemburska putovalo rekordních 30 % všech dividend. Do roku 2006 přitom repatriovaný zisk do Lucemburska netvořil ani jedno procento.

Průměrně 5 % pak bylo repatriováno do Belgie a 3 % do Švýcarska a na Kypr. Stejně tak jako v případě Lucemburska, lze sledovat u Kypru vyšší podíl na repatriaci až v pozdějších letech.

Podíly dalších států jsou již zanedbatelné. Dlouhodobě významně vysoký odliv dividend, nebyl sledován ani do zemí jako jsou USA, Velká Británie, Itálie či Španělsko, jejich podíly se pohybovaly okolo 1% podílu na všech repatriovaných ziscích.

Zajímavý rostoucí trend je však patrný u Jižní Koree, u které započal vyšší odliv dividend od roku 2016, kdy v roce 2023 bylo do této země repatriováno dokonce 5 % veškerých dividend.

V průběhu času lze sledovat také větší diverzifikaci zemí, do kterých repatriovaný zisk míří. Zatím co na počátku sledování až 79 % dividend odcházelo jen do Nizozemí a Německa, v posledním sledovaném roce do těchto zemí mířilo jen 36 %.

Vysoké odlivy do Lucemburska, Nizozemí nebo na Kypt, mohou být dány tím, že řada holdingových společností, i původem z tuzemska, zde má svá sídla.

(Ekonomický deník.cz, © 2023)

Z těchto zemí investuje do České republiky také řada zahraničních společností, které tak činí prostřednictvím svých dcer. Konečný příjem z dividend je tak repatriován ve finále do jiné země.

(MPO, © 2011)

4.1.1 Shrnutí makroekonomické analýzy repatriace zisku a ekonomiky ČR

V ekonomickém vývoji ČR lze pozorovat šest fází recese nebo stagnace, přičemž v jedné se aktuálně nachází. Struktura HDP se v čase měnila. Od roku 2004 nabývá na významu čistý

export, který je dán především vývozem zboží, který je dán PZI. Ty mají efekt také na platební bilanci. V současnosti mají prvotní důchody značný negativní efekt, avšak na druhou stranu, export zboží na kterém se velkou měrou podílí také produkce PZI, kladně působí na platební bilanci. Za celou dobu sledování ČR nezaznamenala extrémní výši nezaměstnanosti. Naopak její nízká hodnota negativně působila v období ekonomického růstu před pandemií na potenciální produkt ekonomiky a vedla k tomu, že většina cenového nárůstu byla daná růstem mezd. Významný cenový růst, i z hlediska historického vývoje však nastal v roce 2022 a to především vlivem růstu cen energií. To vedlo také ke zhoršení směnným relací, které tak začaly negativně působit na disponibilní důchod subjektů ČR, které do té doby dlouho měly spíše pozitivní efekt. Objem investic je determinován především soukromými podniky. Do roku 2005 lze pozorovat, že příliv PZI byl tvořen především novými investicemi ze základního kapitálu. Následně byly nové investice tvořeny především reinvesticemi. Vysoký příliv byl realizován do roku 2005 a následně od roku 2016. Lze však pozorovat, že byť je objem nových investic tvořen nyní především reinvesticemi, od roku 2008 investoři preferují spíše výplatu zisku. Růst objemu repatriovaných zisků je tak dán vyšším výplatním poměrem a rostoucím stavem PZI, s kterým souvisí rostoucí objem důchodů. Růst důchodu a repatriovaných dividend není dán rostoucí výnosností. Repatriace dividend značně snižuje hrubý národní důchod ČR, v současnosti to je ve výši 4% HDP. Přímé zahraniční investice tak do roku 2008 byly v první, respektive druhé fázi svého životního cyklu a v roce 2008 přešly do třetí fáze. Od roku 2004 byla česká ekonomika ve fázi zralé tranzitivní ekonomiky a to vzhledem k rostoucímu podílu exportu na HDP a rostoucím investicím soukromých firem. Od roku 2008 přešla do fáze posttranzitivní ekonomiky.

4.2 Analýza repatriace zisku vybraných významných zahraničních investic realizovaných v České republice

V rámci této diplomové práce budou analyzovány tři konkrétní přímé zahraniční investice realizované v České republice.

První společností bude Bosch Powertrain s.r.o., ta byla vybrána jakožto typický příklad realizace přímé zahraniční investice v oblasti automotive. Tento sektor tvoří okolo 9 % HDP ČR a v roce 2023 z něj odcházelo 11 % všech repatriovaných dividend, čímž byl tento sektor na dělené druhé pozici spolu se sektorem Velkoobchod, maloobchod a opravy motorových

vozidel. Vybraná společnost byla v roce 2023 devátou největší společností působící v sektoru automotive dle tržeb v ČR.

(Finstat, ©2025)

Další vybranou společností je T-Mobile Czech Republic a.s. Ta byla vybrána z důvodů specifické struktury nákladů, které je s odvětvím komunikací spojeno, což může přinést zajímavé informace o vývoji této přímé zahraniční investice a reinvestování, případně repatriaci vytvořeného zisku. Odvětví komunikací, mělo zároveň v roce 2023 třetí nejvyšší podíl na repatriaci zisků z ČR.

Poslední společností je Československá obchodní banka a.s. Ta byla vybrána jakožto největší PZI v oblasti financí, kdy byla v roce 2023, podle aktiv největší českou bankou. Zároveň má za sebou zajímavý privatizační proces a vždy měla významné postavení na českém bankovním trhu. Zástupce z odvětví financí pak byl vybrán proto, že tento sektor má s výrazným náskokem největší podíl na repatriaci zisků z ČR.

Údaje v těchto případových studiích vychází z účetních závěrek vybraných společností. V případě společností T-Mobile a ČSOB, byly analyzovány konsolidované údaje za celou skupinu, včetně dceřiných či jinak ovládaných osob zkoumanou PZI, tak aby byla zohledněna celá realizovaná PZI.

V případových studiích je používáno řady ukazatelů. Celková hodnota aktiv, která znázorňuje, jaký objem majetku společnost ve svém podnikání používá. Celkový objem vlastního kapitálu, který slouží k financování aktiv a který je hlavní součástí samotné hodnoty PZI. Dále je používán objem tržeb, jakožto základní výkonnostní ukazatel. Na ten navazují výdaje na pořízení stálých aktiv, které představují investice společnosti. Dalším výkonnostním ukazatelem je zisk po zdanění, který s sebou přináší i pohled na celkovou absolutní výkonnost a efektivnost podniku. Posledním ukazatelem je objem vyplacených dividend, vyplácený z dříve realizovaných zisků.

V případě ČSOB, pak vzhledem ke specifické oblasti podnikání byly některé sledované, ukazatele odlišné. Kromě hodnoty aktiv a VK, byly sledovány pohledávky a závazky ke klientům. Ty představují především objem poskytnutých úvěrů a přijatých vkladů, kterými jsou částečně tyto úvěry financovány. Místo výše tržeb jsou zde sledovány provozní výnosy, které zahrnují především úrokový výnos, úrokový náklad, výnosy z poplatků a provizí, náklady na poplatky a provize a přecenění CP.

V případových studiích je dále vypočítána hodnota přímé zahraniční investice v jednotlivých letech, a to modifikací vzorce používaného ČNB.

$$\begin{aligned} \text{Stav PZI} = & VK + (\text{Stav závazků ke společností ve skupině} \\ & - \text{Stav pohledávek ke společností ve skupině}) \end{aligned} \quad (14)$$

Závazky a pohledávky představují poskytnuté, respektive přijaté úvěry, dluhové CP a dodavatelské úvěry. V případě ČSOB, jakožto finanční instituce se pak podle manuálu OECD tyto závazky a pohledávky nezohledňují, a tak se stav PZI rovná hodnotě VK.

Na základě výše uvedených údajů, jsou pak vypočítány poměrové ukazatele.

Rentabilita PZI neboli výnosnost PZI znázorňuje výnosnost dané investice, tedy jak efektivně generuje zisk a je tak obdobou rentability VK, kterou sledují investoři při analýze zhodnocení svých vložených prostředků. Čistý zisk po zdanění byl použit, aby odrážel skutečný výnos pro investora a odrážel všechny náklady. Zároveň umožňuje porovnávat výnosnost s jinými podniky, bez ohledu na jejich kapitálovou strukturu.

$$\text{Rentabilita PZI} = \frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Stav PZI}} \quad (15)$$

Dividendový výnos z PZI neboli míra repatriace dividend, vyjadřuje, jaký objem hodnoty PZI je repatriován. Také vyjadřuje přímou výnosnost pro investora, protože představuje skutečně vyplacený zisk. Dividendový výnos je počítán ze stavu PZI na konci předchozího roku, protože na základě výkonů předchozího období se vlastníci rozhodují o repatriaci zisků v průběhu následujícího roku.

$$\text{Dividendový výnos}(t) = \frac{\text{Vyplacené dividendy}(t)}{\text{Stav PZI}(t - 1)} \quad (16)$$

Posledním ukazatelem je rentabilita aktiv, která je jedním z ukazatelů vyjadřující celkovou efektivnost podniku. Udává, jak efektivně je firma schopná zhodnotit majetek kterým disponuje.

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Aktiva}}$$

(17)

V případě společnosti Bosch Powertrain, je stanoven také ukazatel celkového odlivu důchodu z PZI, zahrnující také přijaté a zaplacené úroky za úvěry vůči společností ve skupině, respektive mateřské společnosti. Toto saldo úroků se však dle manuálu OECD nezohledňuje u finančních společností. V případě společnosti T-Mobile nebyl tento ukazatel použit, protože nebyly jasně určeny výše úroků placené jednotlivým stranám ve skupině.

$$\text{Celkový odliv důchodu z PZI} = \text{Vyplacené dividendy} + \text{Saldo úroků}$$

(18)

4.2.1 Bosch Powertrain s.r.o.

Společnost Bosch Powertrain, dříve Bosch Diesel s.r.o., je společnost založená v roce 1993 se sídlem v Jihlavě. Společnost je součástí mezinárodní skupiny Robert Bosch GmbH, se sídlem v Německu. Přímým vlastníkem jihlavské firmy je však společnost Robert Bosch Investment Nederland B.V., se sídlem v Nizozemí. Výše této PZI, stejně jako odliv dividend je tak vzhledem k aplikování principu přímého vlastníka statisticky započítán na vrub Nizozemí.

Jejím zaměřením je výroba součástek pro automobilový průmysl. Většina tržeb pocházela z výroby vstřikovacích zařízení pro naftové motory. Výhradním odběratelem produkce jsou další společnosti skupiny Bosch, ceny jsou stanoveny na principu převodních cen, díky tomu, že je společnost součástí skupiny Bosch, má zajištěn budoucí odbyt svých výrobků na další období. Účast ve skupině jí také přináší možnost využívat cash pooling a úvěrových nástrojů od mateřské společnosti.

Společnost se také zabývá výzkumem a vývojem v oblasti vstřikovacích zařízení, do kterého společnost v roce 2023 investovala 110 mil. Kč.

Tabulka 5 Absolutní ukazatele Bosch Powertrain

(vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Aktiva	Vlastní kapitál	Tržby z prodeje výrobků a služeb	Výdaje na pořízení stálých aktiv	Zisk po zdanění	Vyplacené dividendy
1995	882	356	474	121	-64	0
1996	964	341	853	193	-15	0
1997	1661	412	1432	327	71	0
1998	2294	691	2935	456	278	0
1999	2799	839	3121	1176	153	0
2000	8203	793	4632	4145	-46	0
2001	14320	1340	11750	5228	547	0
2002	17807	3013	13581	3159	1673	0
2003	16470	3734	13924	1477	722	0
2004	17605	9208	17183	1877	1474	0
2005	19938	10545	18937	4209	1337	0
2006	19306	12570	21728	1876	2025	0
2007	17667	12301	22947	982	3093	3362
2008	15969	7757	19631	919	1249	5793
2009	13022	5658	12693	441	150	2249
2010	12523	5234	17108	941	699	1123
2011	12827	4741	17219	1471	206	699
2012	11830	5082	17427	945	546	206
2013	10942	4623	19229	581	87	546
2014	11389	4932	21942	1206	397	87
2015	12127	5132	22897	977	596	397
2016	11535	5070	22761	1171	535	596
2017	11735	5047	23740	916	511	535
2018	12195	5546	23688	1568	500	511
2019	12239	6170	22321	1233	625	500
2020	11461	6060	20688	448	-109	0
2021	11428	6579	23469	549	518	0
2022	10787	6339	22901	708	278	518
2023	11881	3702	26005	2099	75	1804

Dle tabulky společnost v roce 2023 disponovala aktivy ve výši téměř 12 mld. Kč, přičemž největším objemem, ve výši 19,9 mld. Kč, disponovala v roce 2005.

Z hlediska financování firma z počátku využívala především cizí kapitál, jehož podíl se po roce 2004 začal snižovat, ve prospěch financování z vlastních zdrojů. Od roku 2007 kdy společnost začala vyplácet dividendy se pak začal podíl VK na financování snižovat. Nyní používá ke krytí svých zdrojů, ze 31 % VK. To nemusí být s ohledem na působení finanční páky špatně. Nutno také podotknout, že většina úvěrů a závazků pochází od spřízněných osob, což snižuje riziko financování z těchto cizích zdrojů. Pokles podílu VK na financování je dán odlivem zisků.

Za rok 2023 měla společnost tržby ve výši 26 mld. Kč, přičemž jsou téměř výhradně tvořeny prodejem výrobků spřízněným osobám. Značný meziroční skok ve výši tržeb proběhl v roce 2001, kdy meziročně vzrostly o více jak 7 mld. Kč. Vlivem rozšiřování výrobní kapacity. Skokový pokles je pak patrný v roce 2009 a to vlivem finanční krize. Společnost tak odstoupila od investičního záměru, na který získala i investiční pobídku a taktéž byla nucena propouštět. Pokles během další krize v roce 2020 však již nebyl tak výrazný. Vývoj

následujících let ovlivněného nedostatkem čipů a válkou na Ukrajině, neměly významnější dopady vývoj tržeb.

Tabulka 6 Stav PZI a poměrové ukazatele Bosch Powertrain

(vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Stav PZI (mil.Kč)	Rentabilita PZI	Dividendový výnos PZI	Dividendový výplatní poměr	Rentabilita aktiv
1997	1080	7%	0%	0%	-7%
1998	1667	17%	0%	0%	-2%
1999	2246	7%	0%	0%	4%
2000	5884	-1%	0%	0%	12%
2001	10473	5%	0%	0%	5%
2002	13819	12%	0%	0%	-1%
2003	13390	5%	0%	0%	4%
2004	12606	12%	0%	0%	9%
2005	15022	9%	0%	0%	4%
2006	13361	15%	0%	0%	8%
2007	12394	25%	25%	166%	7%
2008	10780	12%	47%	187%	10%
2009	8591	2%	21%	180%	18%
2010	8393	8%	13%	749%	8%
2011	8277	2%	8%	100%	1%
2012	7547	7%	2%	100%	6%
2013	6967	1%	7%	100%	2%
2014	7333	5%	1%	100%	5%
2015	7075	8%	5%	100%	1%
2016	7089	8%	8%	100%	3%
2017	7260	7%	8%	100%	5%
2018	7718	6%	7%	100%	5%
2019	7978	8%	6%	100%	4%
2020	6473	-2%	0%	0%	4%
2021	5991	9%	0%	0%	5%
2022	5082	5%	9%	100%	-1%
2023	5225	1%	35%	649%	5%

Hodnota PZI od počátku sledování rostla, stejně jako investiční výdaje. Nejvyšší hodnotu měla tato PZI v roce 2005, kdy její hodnota činila přes 15 mld. Kč, v tomto roce zároveň došlo k nejvyšší investici do stálých aktiv, ve výši přes 4 mld. Kč. To koresponduje s počáteční fází životního cyklu investice, kdy dochází reinvestování zisku a zvyšování hodnoty PZI. V roce 2007 začala firma vyplácet dividendy, a to ve značném objemu. Mezi lety 2005 až 2009 tak došlo k výraznému snížení hodnoty investice, neboť došlo k omezení investičních aktivit a zesílenému odlivu dividend. Následně až do roku 2019 hodnota PZI klesala, s výjimkou mírného růstu hodnoty v období ekonomického růstu před pandemií. Od roku 2020 pak vlivem poklesu ekonomiky, narušení logistických řetězců, transformací a všeobecnou nejistotou odvětví, hodnota této investice opět výrazně poklesla. Vyšší výdaje na investice v roce 2023, jsou dány rozhodnutím mateřské společnosti vyrábět v jihlavském závodě také součástky pro elektromobily.

Výnosnost této PZI je značně volatilní. Zatím co v roce 1997 dosáhla rentability 17 %, již v roce 2000, byla dokonce záporná. Nejvyšší pak bylo dosaženo v roce 2007, kdy investice dosáhla výnosnosti 25 %. V roce 2009, však již vlivem finanční krize, došlo k poklesu rentability a do teď si již udržuje jen nižší úroveň. Výjimkou je specifický rok 2020, kdy společnost dosáhla ztráty.

Tabulka 7 Složky celkového odlivu důchodů Bosch Powetrain

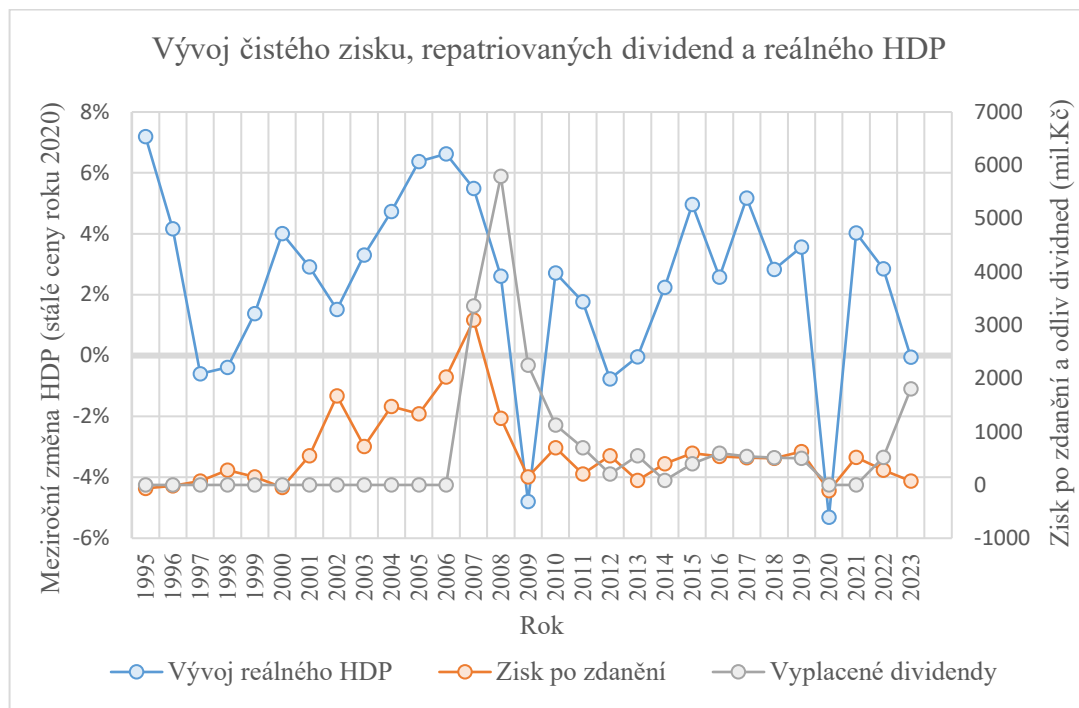
(vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Vyplacené dividendy	Úrokové výnosy-ovládaná osoba	Úrokové náklady-ovládaná osoba	Celkový odliv důhodu z PZI
1995	0	0	0	0
1996	0	0	0	0
1997	0	0	17	17
1998	0	0	15	15
1999	0	0	22	22
2000	0	0	117	117
2001	0	0	378	378
2002	0	0	459	459
2003	0	5	244	239
2004	0	8	262	254
2005	0	9	164	155
2006	0	11	168	157
2007	3362	13	116	3465
2008	5793	16	184	5961
2009	2249	6	137	2380
2010	1123	2	123	1244
2011	699	6	145	838
2012	206	2	129	333
2013	546	0	82	628
2014	87	1	83	169
2015	397	0	60	457
2016	596	1	44	639
2017	535	1	46	580
2018	511	2	51	560
2019	500	5	47	542
2020	0	2	43	41
2021	0	1	24	23
2022	518	14	23	527
2023	1804	23	116	1897

V případě, započítání získaných úrokových výnosů a placených úrokových nákladů vůči ovládané osobě k objemu repatriovaných dividend, získáme ukazatel celkového odlivu důchodu z PZI. Po celou dobu sledování měla společnost záporné saldo úroků vůči ovládající společnosti. Díky tomu byl každoroční výnos z této PZI vyšší, než by samotný odliv dividend naznačoval. Největší úrokové náklady společnost platila od roku 2000 do roku 2012. Platba úroků tak představovala příjem pro mateřskou společnost i v době kdy nebyl repatriován žádný zisk. V roce 2002, kdy byla zaplacen nejvyšší objem úroků, byly úvěry vůči mateřské společnosti, úročeny sazbou 3,45 % až 3,62 %, Výše sazby EURIBOR 12M, se v tomto roce pohybovala mezi 4,1 % až 2,9 %. Později se úročení mezipodnikových půjček určovalo systémem EURIBOR navýšen o rizikovou přírážku dle ratingu země. Cena

za poskytnuté úvěry je tak na úrovni trhu, byť v počátečních letech šlo pozorovat větší rozdíl mezi sazbami, dané větší rizikovou přírážkou.

Vývoj zisku společnosti, spolu s odlivem dividend a vývojem HDP, přibližuje graf č. 21



Graf 21 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend

a reálného HDP, Bosch Powertrain

(vlastní zpracování, účetní závěrky, ČSÚ, ©2025a)

V prvních dvou letech, za které jsou k dispozici účetní záznamy, společnost dosáhla ztráty. Za ty nebude nejspíš zodpovědný hospodářský cyklus, nýbrž fakt, že společnost v těchto letech teprve začala plně fungovat a také, že významně investovala. Kdy například v roce 1993 měla tržby ve výši 474 mil. Kč a do pořízení stálých aktiv investovala 121 mil. Kč.

Od roku 2002 do roku 2007 se společnosti dařilo a dosahovala největších zisků, za celé období své existence. Maximem byl zisk roku 2007 ve výši přes 3 mld. Kč. Vývoj ekonomiky v tomto období byl pozitivní, v letech 2002 až 2006 její růst každoročně zrychloval.

Od roku 2007 zisky společnosti klesaly, zároveň se zpomalující ekonomikou a v roce 2009, kdy ekonomika meziročně poklesla o 4,8 %, společnost dosáhla zisku 150 mil. Kč, oproti 1,2 mld. Kč v předchozím roce.

V následujících letech zahrnující krizi eurozóny byla společnost schopná vytvářet zisk, byť ne v takové výši jako před finanční krizí, avšak vývoj tržeb v tomto období měl tendenci k růstu. Vývoj tržeb a zisku nemusel být ovlivněn pouze kondicí domácí ekonomiky ale také vývojem automobilového průmyslu a evropské ekonomiky jako celku, protože společnost většinu svých výrobků vyváží do zahraničí, kdy z údajů účetní závěrky za rok 2012 šlo na vývoz 99,7% produkce. Tržby společnosti následně od roku 2013 významně rostly, avšak spolu s ní také náklady, společnost tak jen udržovala stabilní zisk.

V roce 2020 se tržby propadly o více jak 1,5 mld. Kč, na 20,7 mld. Kč, společnost dosáhla ztráty 109 mil. Kč a ekonomika se propadla o 5,3 %. V následujících letech již společnost dosáhla zisku za rekordních tržeb. Výše zisku však vzhledem k rostoucím nákladům, především v letech 2022 a 2023 nebyla vysoká. Vývoj ekonomiky a automobilového průmyslu nebyl příliš pozitivní. V roce 2022 ekonomika rostla o 2,8 % a v roce 2023 se o 0,1 % propadla, výkon ekonomiky v absolutním vyjádření pak byl na úrovni předkrizového roku 2019. Zisk společnosti se však snižoval.

Odliv dividend do roku 2011 nebyl dán výší realizovaného zisku, kterého bylo v předchozím roce dosaženo. Při analýze časové řady je patrné, že společnost do roku 2006 nevyplácela dividendy a měla zvýšenou investiční aktivitu, přičemž následně začala realizované a dříve neinvestované zisky repatriovat směrem k mateřské společnosti. Od roku 2011 již společnost vytvořený zisk repatriovala více průběžně. Výjimkou je rok 2023, kdy během turbulentního období let 2020 a 2021 nevyplácela žádné dividendy, aby zajistila stabilitu společnosti, a tak nerozdělený zisk vázaný ve společnosti repatriovala až jednorázově.

Repatriace dividend do roku 2006 neprobíhala, a to navzdory růstu ekonomiky, to však může být dáno fází expanze, ve které se společnost nacházela. Během krize eurozóny je patrné, že repatriace zisků probíhala sice v menším objemu, avšak průběžně, a to vzhledem k vytvořenému zisku, v letech 2011 až 2019 byl vždy vyplácen celý realizovaný zisk předchozího roku. Rozhodování společnosti o repatriaci dividend během dvou největších poklesů ekonomiky bylo rozdílné. V roce 2009 společnost čerstvě dovršila fázi expanze, a byla v procesu repatriace dividend, a ani pokles ekonomiky, tento trend nezvrátil. Naproti tomu v roce 2020 se mateřská společnost rozhodla pro zajištění stability mateřské společnosti, udržet kapitál ve firmě a s repatriací zisků vyčkat.

Z hlediska životního cyklu investice, lze považovat za první fázi jen první dva sledované roky, protože ty skončila firma ve ztrátě. Období mezi lety 1997 až 2006 by pak šlo považovat za fázi růstu, protože tehdy firma vytvářela zisk, nevyplácela dividendy a

z hlediska výdajů na pořízení stálých aktiv značně investovala. Následující roky by šlo považovat již za třetí fázi, kdy se postupně snižoval objem výdajů na pořízení stálých aktiv, výše zisku se stabilizovala a společnost začala vyplácet dividendy. Maximální výnosnosti tak bylo dosaženo až po 14 letech a ne po 8 let, jak uvádí Novotný, a tedy i celý životní cyklus této investice je delší, avšak není možné jeho celkovou délku určit, protože společnost stále generuje, byť již jen nízký zisk. Vzhledem k plánům mateřské společnosti zavést zde výrobu součástek pro elektromobily, lze předpokládat další pokračování investice a možný posun této PZI znovu do první fáze.

Na příkladu PZI Bosch Powertrain s.r.o. lze konstatovat, že s výjimkou počátečních let vzniku společnosti, její zisk koreluje s vývojem ekonomiky.

V letech, výrazných útlumů ekonomiky, docházelo k poklesu zisků.

V letech hospodářského růstu do roku 2007 docházelo k růstu zisku. Potažmo k udržení stabilní míry zisku, což lze pozorovat při růstu ekonomiky od roku 2014. Efekt pozitivního působení hospodářského vývoje na zisk společnosti tak slábne.

Negativní vývoj ekonomiky po roce 2020, taktéž koreluje s vývojem zisku.

Odliv dividend není do roku 2006 vypovídající, protože společnost byla ve specifické fázi svého životního cyklu. Interpretace odlivu dividend roku 2009 byla znehodnocena tím, že společnost byla ve fázi hromadného repatriování zisku.

Během krize eurozóny nebyl nominálně vyplácen větší objem dividend, což však bylo způsobeno tím, že zisky společnosti byly nižší a velká část nerozděleného zisku již byla vyplacena. Nicméně od roku 2011 až do roku 2019, tedy i během mírného poklesu ekonomiky a krize eurozóny, byl vždy celý realizovaný zisk za předchozí rok repatriován, což je projev návaznosti odlivu dividend na realizovaný zisk a na vývoj ekonomiky. Tato návaznost zde tak existuje, avšak za specifických podmínek. Mezi takovými podmínkami by mohla být, že investice musí být ve fázi zralosti, respektive repatriace zisků. Tehdy v okamžiku růstu ekonomiky jsou vypláceny dividendy, v závislosti na zisku a v okamžiku poklesu ekonomiky dividendy vypláceny nejsou, s tím že mohou být následně vypláceny jednorázově vyšší dividendy.

4.2.2 T-Mobile Czech Republic a.s.

Společnost byla založena v roce 1996, přičemž její původní název byl do roku 2003 RadioMobil a.s. Zpočátku se jednalo o společný projekt Českých Radiokomunikací, které

držely 51 % akcií a společnosti CMobil B.V, která držela zbylých 49 %. CMobil B.V. bylo konsorciem firem, ve kterém držel 84,55 % T-Mobile, jakožto dceřiná společnost Deutsche Telecom AG. Dalších 12 % držel Telecom Italia Mobile (TIM) a zbylý podíl držely drobní čeští akcionáři. Do roku 2002 vystupovala společnost pod obchodním názvem Pegas. Postupnými změnami ve vlastnické struktuře společnosti se v roce 2014 stal výhradním vlastníkem, prostřednictvím dceřiných společností Deutsche Telecom AG.

Tabulka 8 Absolutní ukazatele T-Mobile (vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Aktiva	Vlastní kapitál	Tržby z prodeje výrobků a služeb	Výdaje na pořízení stálých aktiv	Zisk po zdanění	Vyplacené dividendy
1998	11013	5202	6467	4170	643	0
1999	18202	6492	10931	5403	1290	0
2000	24994	8602	17746	7423	2110	0
2001	37443	10727	21082	11178	2005	0
2002	37192	12970	21569	5295	2560	0
2003	36007	17624	24704	2825	4359	0
2004	30829	21898	26050	2818	4286	0
2005	36401	26450	27357	2558	4747	149
2006	33626	24521	29093	3671	5702	7685
2007	34041	25681	31687	2743	7823	6678
2008	32771	24193	33126	2223	9041	10517
2009	32871	25819	30275	2586	9103	7477
2010	33297	26407	28820	2951	8533	7945
2011	33159	26465	26294	3541	7311	7253
2012	33844	26740	26254	3240	7161	6521
2013	32700	25240	25140	3115	6059	5910
2014	34411	25647	24072	5135	5325	4919
2015	36996	29604	27076	2863	4789	0
2016	37664	29718	26472	4331	4819	4706
2017	38532	29247	27053	3198	4250	4720
2018	41629	31429	27231	3993	5590	4389
2019	47923	31300	28483	3438	5467	5596
2020	47353	30929	29269	5920	5097	5471
2021	47598	32091	30358	3587	6251	5092
2022	49248	32875	30464	4321	7037	6256
2023	48876	32599	31586	5124	6712	6990

V posledním sledovaném roce měla společnost aktiva ve výši téměř 49 mld. Kč a historicky nejvyšší hodnotu tržeb ve výši přes 31 mld. Kč.. Hodnota majetku společnosti rostla především do roku 2001, což je dáno počáteční fází investice a potřebou vytvořit telekomunikační infrastrukturu. Významněji pak aktiva společnosti rostla mezi lety 2013 až 2019. Tržby společnosti významně rostly především do roku 2008, do roku 2014 klesaly a následně opět rostly až do posledního sledovaného roku.

V počátečních letech využívala společnost k financování především cizí zdroje, který byl jednat tvořen úvěry od spřízněných osob ale také bankovním úvěrem ve výši přes 4 mld. Kč. Podíl financování z vlastního kapitálu postupem času rostl, přičemž nejvyšší byl mezi lety 2005 až 2018. K financování svých aktiv společnost v současnosti tak využívá především vlastní kapitál a to ze 66,7%.

Výdaje na pořízení stálých aktiv do roku 2001 každoročně rostly, v tomto roce pak dosáhly rekordních 11 mld. Kč, což souvisí s již zmiňovanou počáteční fází, kdy bylo potřeba vynaložit velké množství fixních nákladů na vybudování telekomunikační sítě. Přejít na síť 4G, mezi lety 2014 a 2016 již nebyl tak investičně náročný, nicméně i tak lze sledovat vyšší investiční výdaje.

Další nárůst investičních výdajů proběhl v roce 2020 a byl ovlivněn investicemi na výstavbu 5G a optické sítě.

(T-press.cz, ©2021)

Tyto investiční akce dále pokračovali také v následujících letech, ke kterým se také přidala investice do výstavby datového centra.

(ČTK, ©2023)

Tabulka 9 Stav PZI a poměrové ukazatele T-Mobile

(vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Stav PZI	Rentabilita PZI	Dividendový výnos PZI	Dividendový výplatní poměr	Rentabilita aktiv
1998	5 217	12%	0%	0%	6%
1999	6 493	20%	0%	0%	7%
2000	8 608	25%	0%	0%	8%
2001	12 510	16%	0%	0%	5%
2002	13 084	20%	0%	0%	7%
2003	19 640	22%	0%	0%	12%
2004	21 807	20%	0%	0%	14%
2005	26 864	18%	1%	0%	13%
2006	25 070	23%	29%	3%	17%
2007	26 057	30%	27%	135%	23%
2008	20 744	44%	40%	85%	28%
2009	15 802	58%	36%	116%	28%
2010	17 892	48%	50%	82%	26%
2011	26 967	27%	41%	93%	22%
2012	27 381	26%	24%	99%	21%
2013	25 486	24%	22%	91%	19%
2014	25 778	21%	19%	98%	15%
2015	29 478	16%	0%	92%	13%
2016	29 922	16%	16%	0%	13%
2017	29 441	14%	16%	98%	11%
2018	28 002	20%	15%	111%	13%
2019	25 536	21%	20%	79%	11%
2020	25 692	20%	21%	102%	11%
2021	25 105	25%	20%	107%	13%
2022	26 666	26%	25%	81%	14%
2023	28 872	23%	26%	89%	14%

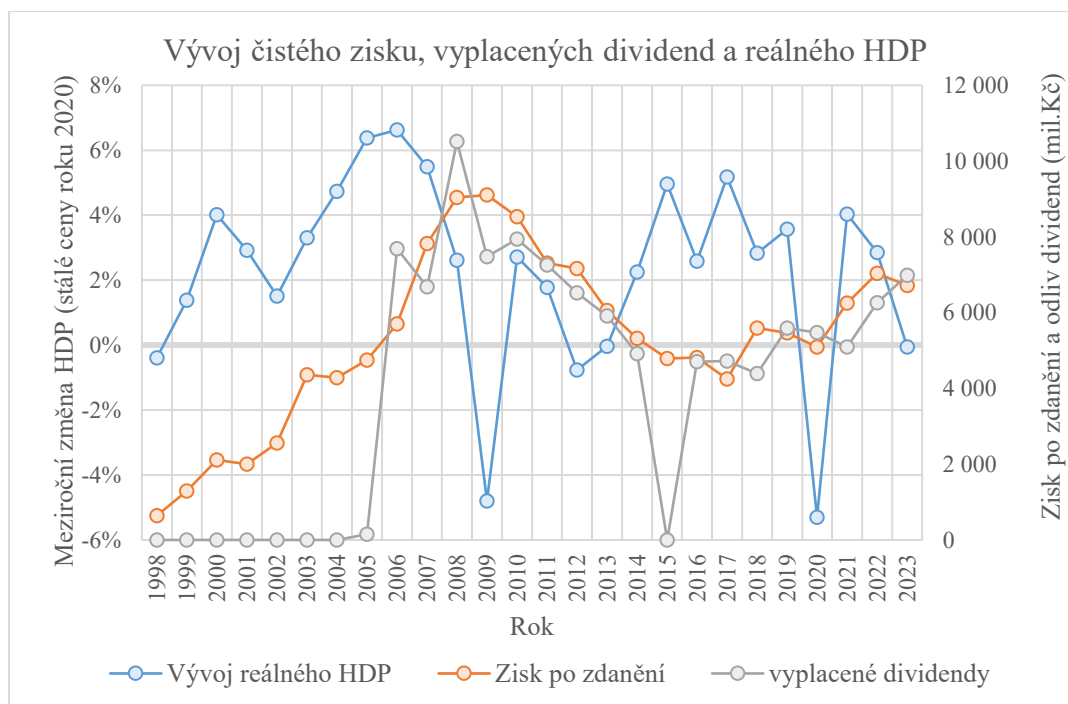
Pokud bychom stejně jako u předchozího příkladu použili modifikovaný výpočet pro určení výše PZI, její rentability a dividendového výnosu. Zjistíme, že hodnota této PZI na počátku sledování měla hodnotu 5 217 mil. Kč. a nejvyšší pak v roce 2016, kdy činila 29 922 mil.

Kč. Rentabilita této investice je výrazně vyšší jaká byla u společnosti Bosch Powertrain. Nejnižší míru rentability měla na počátku sledování, kdy i tehdy činila 12 %. Nejvyšší pak dosáhla v roce 2009 ve výši 58 %, kdy i dosáhla společnost nejvyššího zisku. Navzdory finanční krizi v roce 2009 byl dividendový výnos investice nejvyšší v roce 2010 a činil 50 %. Od roku 2012 si jsou rentabilita PZI a dividendový výnos značně podobné, což odráží fakt, že většina zisku je repatriována průběžně zpět.

Ukazatel dividendového výplatního poměru, znázorňuje, jaký objem dividend byl vzhledem k realizovanému zisku vyplacen. Společnost preferuje vysoký výplatní poměr a v určitých letech přesáhl 100 %, což bylo dáno výplatou i dříve nashromážděného zisku.

Nejvyšší rentability aktiv bylo dosaženo v letech 2008 a 2009, kdy dosahovala 28 %, přičemž se postupně snižovala a v současné době má rentabilita aktiv hodnotu 14 %. Efektivita podniku tak klesá.

Z hlediska finančního cyklu investice první fáze trvala 8 let a nejvyšší návratnosti dosaženo po 13 letech existence podniku. Další dvě fáze nejsou jasně rozpoznatelné, protože společnost po další roky preferovala vysoký výplatní poměr.



Graf 22 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend a reálného HDP, T-Mobile

(vlastní zpracování, účetní závěrky, ČSÚ, ©2025a)

Mezi lety 1998 až 2008 ekonomika každoročně rostla, přičemž od roku 2002 do roku 2006 její růst každoročně zrychloval. Zisky společnosti taktéž rostly, a to včetně roku 2009, kdy

se v ČR již projevovaly následky světové finanční krize, přičemž lze pozorovat, že v roce 2008 kdy začal výrazněji zpomalovat ekonomický růst české ekonomiky, se křivka zisků společnosti začala zplošťovat. V krizovém roce 2009 však firma dosáhla nejvyšších zisků ve své historii, ve výši přes 9 100 mil. Kč, při nejvyšší rentabilitě PZI ve výši 58 %.

Zisky společnosti následně klesaly až do roku 2015. Klesaly jak v období, ekonomického poklesu v letech 2012 a 2013, tak i v období následného ekonomického růstu. V dalších letech již tržby dosahovaly vyšších hodnot, avšak byly stále za úrovní let 2007 až 2009. V tomto období ohraničeném koncem krize eurozóny a až po začátek pandemie, však můžeme pozorovat vyšší tendence k investicím, které taktéž ovlivňují zisk společnosti.

V krizovém roce 2020 společnost nezaznamenala výrazný propad zisků. Ačkoli v tomto roce firma více investovala, protože nominální růst tržeb dokázal tyto efekty dorovnat.

V následujících letech zisky společnosti rostly, při rostoucích tržbách a společnosti se tak podařilo udržet výši nákladů.

Do roku 2004 společnost nevyplácela dividendu. Jednalo se o počáteční fázi investice a společnost tak preferovala využít nerozdělený zisk na pokrytí investičních výdajů. V roce 2005 můžeme pozorovat, že společnost začala držet vyšší objem peněžních prostředků a krátkodobých CP a významná část zisku tak byt' nebyla repatriována, nebyla už ani reálně reinvestována. V roce 2005 tak byla hodnota krátkodobého finančního majetku přes 8 mld. Kč a došlo k první výplatě dividend ve výši 149 mil. Kč.

V následujících letech s výjimkou roku 2015 již společnost každoročně vyplácela dividendu. V roce 2006 vyplatila dividendu ve výši 7 660 mil. Kč, čímž vyplatila nejen celý zisk za předchozí rok ale také naakumulované zisky předchozích let. K tomuto došlo také v roce 2007 a 2008, kdy byla vyplacena rekordní dividenda ve výši přes 10 500 mil. Kč. V následující letech již vývoj repatriovaného zisku do jisté míry kopíroval výši zisku předcházejícího období, a to včetně krizového roku 2020. Rozdíl lze sledovat v roce 2009, 2015. V roce 2009 společnost sice vyplatila dividendu ve výši 7 477 mil. Kč, avšak více jak 2 500 mil. Kč ze zisku minulého roku se rozhodla držet ve společnosti. V roce 2015 se společnost rozhodla nevyplatit žádnou dividendu, a to zřejmě z důvodů poklesu disponibilních peněžních prostředků a jejich ekvivalentů.

V počátečních fázích investice, stejně jako na příkladu předchozí firmy, nelze dividendovou politiku společnosti dávat do souvislosti s hospodářským vývojem. Nic méně byl realizován

zisk, potřebný k jejich budoucí výplatě, která naplno začala v roce 2006, kdy ekonomika zažívala vrchol svého růstu.

V roce 2009 došlo ke snížení repatriovaného zisku navzdory vysokému zisku v předchozím roce, přičemž i rok 2009 byl pro firmu úspěšný.

Během krize eurozóny byly dividendy průběžně repatriovány zpět, byť vždy část zisku byla zadržena ve společnosti. Absolutní výše vyplacených dividend tak koresponduje s vývojem HDP a zisku. Poměr repatriovaných dividend k zisku však byl vysoký.

V roce 2020 nedošlo k omezením na výplatě dividend, z hlediska společnosti k tomu, kromě nižší ziskové marže ani nebyl důvod a k obdobné situaci došlo také v roce 2023, kdy ekonomika stagnovala.

Vývoj odlivu dividend, vycházejícího z realizovaného zisku, který je determinován hospodářským vývojem je v případě společnosti T-Mobile Czech Republic, značně ovlivněn dalšími faktory.

Počáteční růst zisku společnosti, koreluje s růstem hospodářství. Nutno však také zohlednit, že odvětví telekomunikací, v tomto období začínalo a zažívalo rychlý růst, který by nemusel vycházet výhradně z růstu ekonomiky. Hodnocení výplaty dividend v tomto období není významné, z důvodu počáteční reinvestiční fáze.

Období finanční krize pak nastiňuje, že skutečně odliv dividend může přímo souviset s vývojem ekonomiky. Protože ačkoliv společnost realizovala vysoké zisky, rozhodla se zadržet její větší objem ve společnosti a méně repatriovat.

V období 2010 až 2013 kdy ekonomika zpomalovala, respektive klesala, lze pozorovat současná pokles zisků i dividend.

Naopak v letech růstu ekonomiky před pandemií, pozorovat významný růst zisků nelze, avšak dividendy defacto kopírovaly vývoj zisků společnosti. To podporuje tvrzení, že růst zisků v počátcích společnosti byl více dán vývojem konkrétního odvětví.

Krizový rok 2020 se taktéž neodrazil do výsledků společnosti., což bylo dáno specifickým charakterem této krize, kdy poptávka po telekomunikačních službách naopak rostla

V letech 2021 a 2022, kdy se ekonomika dostala z největšího šoku, rostly zároveň zisky i odliv dividend. V roce 2023 pak zisky společnosti mírně poklesly, přičemž ekonomika prakticky stagnovala.

Celkem tak lze říct, že zisky společnosti jsou ovlivňovány ekonomickým vývojem, kdy však krize 2009 neměla přímý a okamžitý efekt na realizovaný zisk. Efekt neměl ani růst v před pandemickém období a pokles roku 2020.

Vývoj odlivu dividend pak jasně koreluje s vývojem zisku s výjimkou počáteční fáze a rokem 2015.

Vývoj zisku a odlivu dividend tak je do jisté míry korelován vývojem hospodářství, avšak i řadou dalších specifických jevů, jako je fáze, ve které se investice nachází, vývoj konkrétního odvětví, který nemusí být vždy stejný s vývojem ekonomiky anebo na specifikách jednotlivých krizí.

4.2.3 Československá obchodní banka, a.s.

Československá obchodní banka byla založena v roce již v roce 1964, za účelem poskytování služeb v rámci zahraničního obchodu a operací se zahraničními měnami, byla tak jednou z pěti tehdy fungujících bank.

(Měšec.cz, ©2019)

Po rozdělení Československa společnost pokračovala působením na obou trzích. V roce 1999 došlo k privatizaci ČSOB a jejím majoritním vlastníkem se stala belgická KBC Bank. Dalším důležitým milníkem bylo převzetí krachující IPB. Pro ČSOB se jednalo o posílení pozice v retailovém bankovníctví, protože do této doby působila především na trhu velkých firem. V roce 2007 se KBC Bank stala jediným akcionářem. V roce 2019 ČSOB získala zbývajících 45% podíl v Českomoravské stavební spořitelně.

Skupina ČSOB byla ke sledovanému roku 2023 největší bankou působící v České republice podle objemu aktiv a druhá podle počtu klientů, kterých měla více jak 4,3 mil. Do skupiny ČSOB patří kromě banky ČSOB, také Hypoteční banka, ČSOB Pojišťovna, ČSOB Stavební spořitelna, ČSOB Penzijní společnost, ČSOB Leasing, ČSOB Factoring, Patria Finance a služba Ušetřeno.cz.

Tabulka 10 Absolutní ukazatele ČSOB (vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Aktiva	Vlastní kapitál	Pohledávky ke klientům	Závazky ke klientům	Provozní výnosy	Zisk po zdanění	Vyplacené dividendy
1998	252012	27501	116505	113328	15028	3159	0
1999	257698	31478	97046	126498	11840	2823	0
2000	535544	34336	164501	348820	18204	4691	1468
2001	586426	37853	181476	417743	23290	4197	2297
2002	597044	41275	213682	418143	23190	5762	3325
2003	606480	46001	230100	441596	23223	3595	1881
2004	614159	45708	249043	426058	25838	6901	9699
2005	737003	52950	308596	504294	30313	10328	3844
2006	762301	52139	309301	494637	29775	9543	10327
2007	925424	56865	391841	561961	32090	10837	9542
2008	824485	55955	393593	525200	19055	1034	9181
2009	858972	68951	395774	573147	40684	17368	679
2010	885055	65031	399741	596079	33014	13471	17389
2011	936593	60303	449291	611569	32759	11172	17820
2012	937174	73930	418990	548985	35015	15291	6596
2013	1034830	80249	475543	591616	32997	13658	13320
2014	865639	85372	506635	599143	31433	13604	8109
2015	956325	90541	574413	621927	32542	14010	13208
2016	1085527	88549	782099	676162	34043	15141	14781
2017	1315590	93703	1062201	744448	37199	17517	10147
2018	1377568	91546	1223433	792625	37102	15757	15356
2019	1630597	98208	1459211	957221	42404	19691	12956
2020	1756440	106992	1579942	1072771	35251	8488	0
2021	1805479	117378	1624653	1156902	35724	16160	4100
2022	1805617	100978	1574761	1231800	40474	14571	29982
2023	1869032	114481	1504199	1336648	41294	15436	5249

V posledním roce, za který skupina ČSOB zveřejnila svojí účetní závěrku, měly aktiva společnosti hodnotu 1 869 032 mil. Kč, přičemž v roce 1995 to bylo 194 141 mil. Kč, což znamená, že tato hodnota vzrostla více jak devětkrát. Jejich hodnota každoročně rostla s výjimkou let 2008 a 2014. Největší nárůst byl naopak zaznamenán v roce 2000, 2007 a následně v období od roku 2015 do roku 2020.

Nárůst v roce 2000 byl dán převzetím IPB, kdy tímto celková aktiva vzrostla o 264 042 mil. Kč z celkového nárůstu 278 009 mil. Kč. Z toho 172 924 mil. Kč tvořila pohledávka za státem za převzetí IPB a 45 236 mil. Kč čisté úvěry z portfolia bývalé IPB. Na druhou stranu závazky klientům IPB dosáhly výše 192 946 mil. Kč a vydané CP 26 563 mil. Kč.

Nárůst roku 2007 byl dán vyšším objemem poskytnutých úvěrů a aktiv k obchodování. Tento nárůst byl však ještě utlumen, snížením reálné hodnoty finančních aktiv k obchodování, kdy trhy v tomto roce byly značně volatilní a projevovaly se tendence k ochlazování americké evropské ekonomiky.

Nárůst let 2015 až 2020 byl dán především pozitivním ekonomickým vývojem, nízkými úrokovými sazbami, kdy byla 2T repo sazba od listopadu roku 2012 do července 2017 na technické nule. V tomto období rostl jak objem hypoték, tak i spotřebitelských a podnikových úvěrů. Nárůst aktiv roku 2019 byl ovlivněn převzetím Českomoravské stavební společnosti, čímž došlo k navýšení o 149 098 mil. Kč.

Pokles roku 2008 byl způsoben zpomalením růstu české ekonomiky ale především tím, že se začaly projevovat první příznaky finanční krize. ČSOB se tak musela zbavit některých problematických úvěrů a přecenit řadu aktiv. Pokles roku 2014 byl dán změnou klasifikace a procesu uzavírání obchodů s ČNB a repo obchodů s MF. Repo obchody s MF jsou nyní vykazovány v položce závazků.

Hodnota vlastního kapitálu nominálně rostla a v posledním sledovaném roce činila 114 481 mil. Kč. Vzhledem k výši aktiv se však její poměr snižuje. V letech 1995 až 1999 byla aktiva z 10 až 12 % kryta vlastním kapitálem. V roce 2023 to bylo 6 %. Větší podíl na financování vlastním kapitálem, byl dán především potřebou zajistit stabilitu skupiny, v turbulentních dobách. K výraznému růstu podílu vlastního kapitálu nedošlo ani během finanční krize nebo krize eurozóny. Důležité je zdůraznit, že značný podíl na výši krytí aktiv vlastním kapitálem je dán aktuálně platnými požadavky ČNB.

Vývoj pohledávek a úvěrů, které jsou představovány z větší části poskytnutými úvěry a leasingy měl až do roku 2021 rostoucí tendenci. Do tohoto roku, jedinými obdobími, kdy jejich objem klesal, byly roky 1999, 2006 a 2012. Pokles poskytnutých úvěrů roku 1999 byl dán stagnací české ekonomiky po poklesu let 1997 a 1998 a to navzdory snižujícím úrokovým sazbám. Mírný pokles roku 2006 byl dán úpravami účetních výkazů v rámci dalších období, což je i případ roku 2012. V letech 2015 až 2019 objem úvěrů značně rostl, což bylo všeobecně dáno úrokovými sazbami na technické nule. Nejvíce z toho objem pohledávek a úvěrů rostl v letech 2016 a 2017, kdy v obou letech rostl o 36 % a to díky růstu úvěrů právníkům, soukromým osobám a reverzních repo operací s ČNB. Objem pohledávek a úvěrů rostl až do roku 2021, kdy od poloviny roku začala ČNB se sérií zvyšování úrokových sazeb. V následujících letech objem klesal vlivem vysoké úrovně úrokových sazeb, zpomalování ekonomiky a růstu cenové hladiny. Za celou dobu sledování tak objem úvěrů a pohledávek výrazně klesal až v letech 2022 a 2023.

Vývoj závazků ke klientům, tvořeny hlavně vklady, se až do roku 2016 vyvíjel stejným směrem. Nejvýznamněji rostly v počátku sledování, velký nárůst roku 2000 byl dán převzetím IPB a také dokončením privatizačního procesu v roce 1999, což zvýšilo renomé banky. Další nárůsty závazků proběhly v letech 2005 a 2007, což byly roky, kdy došlo paradoxně k mírnému růstu úrokových sazeb, avšak ekonomice se dařilo, což může být důvod růstu volných disponibilních zdrojů domácností. Od roku 2016 ale objem pohledávek a úvěrů převýšil objem závazků. Ke krytí tak začala používat jí vydané dluhopisy. Závazky banky ke klientům dále významně rostly. Extrémní nárůst roku 2019 je dán akvizicí ČMSS.

Nárůst v roce 2020 byl dán růstem zůstatků na běžných a spořicíh účtech, což může být dáno omezením spotřeby domácností a investic firem, při nárůstu výdajů vlády v tomto roce. V dalších letech rostly vklady především na spořicíh a termínovaných vkladech vlivem vysokých úrokových sazeb.

Výnosy banky výrazně klesaly v roce 1999, což bylo dáno poklesem úrokových sazeb z důvodů vysoké likvidity na trhu a omezenou nabídkou vhodných úvěrových příležitostí. Pokles výnosů roku 2008 byly ovlivněny již zmíněnými projevy finanční krize a snížením hodnoty finančních nástrojů vykazovaných v reálné hodnotě. Nárůst v následujícím roce byl determinován zpětným přeceněním nástrojů vykazovaných v reálné ceně a nárůstem zisku z realizovatelných finančních aktiv, kdy byla prodána ČSOB SR mateřské společnosti, v tomto roce došlo také k poklesu úrokových sazeb. Výnosy roku 2010 znamenaly pouze návrat na běžnou hodnotu. Roky 2012 a 2013 nebyly ovlivněny snižováním reálné hodnoty aktiv jako v roce 2008 ale výkonem české ekonomiky. Nárůst výnosů v období let 2014 až 2018 byl dán především růstem poskytnutých úvěrů. Nárůst roku 2019 byl ovlivněn akvizicí ČMSS a růstem objemu úvěrů, a to při rostoucích úrokových sazbách, byť čistá úroková marže mírně poklesla. Pokles roku 2020 byl ovlivněn snížením čistých úrokových výnosů z využitých depozit, a to navzdory poklesu úrokových nákladů na jejich získání, protože objem vkladů vzrostl o 12 % ale objem úvěrů jen o 2 %. Výnosy roku 2021 byly ovlivněny poklesem čistých výnosových úroků z úroků i poklesem nákladů na vklady. Nárůst roku 2022 byl dán růstem čistého úrokového výnosu z úvěrů, růstu tak bylo dosaženo navzdory velkému nárůstu úrokových nákladů na vklady. V roce 2023 naopak došlo k poklesu čistého úrokového výnosu, navzdory tomu celkové provozní výnosy vzrostly, což bylo dáno především nárůstem položky poplatků a provizí.

Tabulka 11 Stav PZI a poměrové ukazatele ČSOB

(vlastní zpracování, dle účetní závěrky)

Rok	Stav PZI	Rentabilita PZI	Dividendový výnos	Dividendový výplatní poměr	Průměrná rentabilita aktiv
1998	27501	11%	0%	0%	1%
1999	31478	9%	0%	0%	1%
2000	34336	14%	5%	52%	1%
2001	37853	11%	7%	49%	1%
2002	41275	14%	9%	79%	1%
2003	46001	8%	5%	33%	1%
2004	45708	15%	21%	270%	1%
2005	52950	20%	8%	56%	2%
2006	52139	18%	20%	100%	1%
2007	56865	19%	18%	100%	1%
2008	55955	2%	16%	85%	0%
2009	68951	25%	1%	66%	1%
2010	65031	21%	25%	100%	2%
2011	60303	19%	27%	132%	1%
2012	73930	21%	11%	59%	2%
2013	80249	17%	18%	87%	2%
2014	85372	16%	10%	59%	1%
2015	90541	15%	15%	97%	1%
2016	88549	17%	16%	106%	1%
2017	93703	19%	11%	67%	1%
2018	91546	17%	16%	88%	1%
2019	98208	20%	14%	82%	1%
2020	106992	8%	0%	0%	0%
2021	117378	14%	4%	48%	1%
2022	100978	14%	26%	186%	1%
2023	114481	13%	5%	36%	1%

V roce 1998 byl vlastníkem ČSOB stát. KBC získala podíl ve výši 82,34 % v roce 1999, v tomto okamžiku byla hodnota PZI 31 478 mil. Kč. Hodnota PZI má rostoucí trend, přičemž nejvyšší hodnotu měla v roce 2021 a to ve výši 117 378 mil. Kč. V roce 2022 je dobře pozorovatelné, že odliv naakumulovaných zisků ve výši téměř 30 mld. Kč, způsobil pokles hodnoty této investice.

Rentabilita PZI, je v tomto případě rovna rentabilitě VK. Společnost dosahovala vysokých hodnot rentability, s výjimkou roku 2008, což bylo dáno nízkým ziskem ovlivněného přeceněním hodnoty aktiv. V porovnání s firmou Bosch Powertrain, dosahovala mnohem vyšší výnosnosti, avšak ČSOB nedosahovala takové výnosnosti jako společnost T-mobile, to může být dáno jiným působením provozní páky, kdy T-mobile má velké fixní ale malé variabilní náklady, zatímco u ČSOB je tomu naopak.

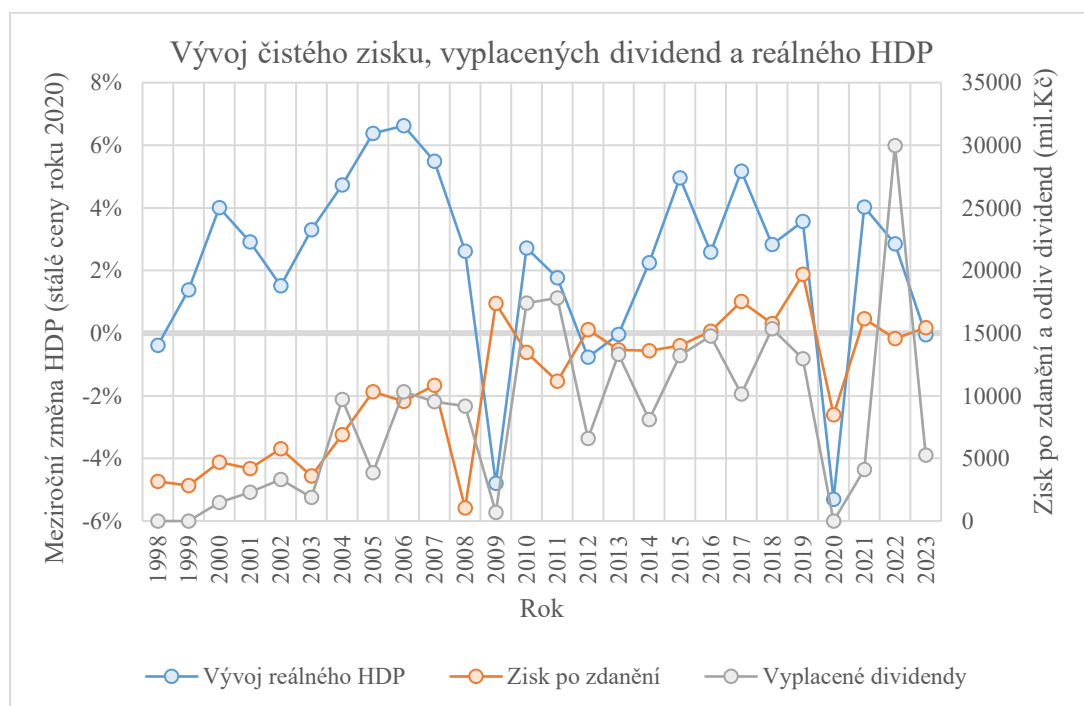
Dividendový výnos byl nejvyšší v roce 2022, kdy byly vyplaceny naakumulované zisky. Nižších hodnot dosahoval především v počátcích PZI dále v roce 2009 kdy bylo vyplaceno na dividendách jen 679 mil. Kč, z důvodů malého zisku minulého roku a negativního vývoje

ekonomiky. V roce 2020 nebyly vyplaceny žádné dividendy. Průměrný dividendový výnos ČSOB je o polovinu menší než u T-mobile a je na úrovni společnosti Bosch.

Průměrná hodnota dividendového výplatního poměru je 81 %. K repatriaci zisku včetně naakumulovaného, docházelo v letech 2004, 2011, 2016 a 2022. V dalších třech letech pak bylo vyplaceno 100% zisku předchozího období.

Průměrná rentabilita aktiv byla nejnižší v letech 2008 a 2020. Nejvyšších hodnot dosahovala, stejně jako ukazatele rentability PZI a dividendového výnosu v letech 2009 až 2019. Při porovnání s průměrem v odvětví, který je znám od roku 2008, byla průměrná rentabilita aktiv v letech 2008 a 2009 nižší, od roku 2010 vyšší, avšak po roce 2020 byla znovu nižší než průměr.

První fáze přímé zahraniční investice není v tomto případě definovatelná, protože hned druhý rok po privatizaci bylo započato s repatriací zisku, přičemž byl následně udržován vysoký výplatní poměr a tak ani další fáze nejsou jasně rozpoznatelné.



Graf 23 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend a reálného HDP, ČSOB

(vlastní zpracování, účetní závěrky, ČSÚ, ©2025a)

Vývoj zisku skupiny ČSOB vykazuje z dlouhodobého hlediska trend k růst. Při porovnání s vývojem reálného HDP můžeme vidět, že do roku 2007 něž začal růst české ekonomiky výrazně zpomalovat, rostl i zisk po zdanění skupiny ČSOB. V roce 2008 došlo k výraznějšímu zpomalení růstu ekonomiky a výraznému poklesu zisku ČSOB. Tento pokles

zisku, jak již bylo nastíněno byl způsoben především výrazným snížením reálné hodnoty obchodovatelných aktiv. Opačný vývoj obou proměnných v roce 2009 byl dán tím, že v tomto roce ČSOB realizovala již zmíněný zisk z prodeje podílu ve slovenské ČSOB a zpětným přeceněním dříve snížených finančních aktiv. Prodej ČSOB SR měl dopad na výši zisku ve výši 6mld. Kč. Rok 2010 z hlediska zisku již nebyl ovlivněn žádnými mimořádnými událostmi a zároveň byl vyšší, než byl v posledním běžném roce 2007, ekonomika v tomto období taktéž rostla, byť její růst vycházel z porovnání se dnem roku 2009. Během krize eurozóny a mírného propadu české ekonomiky, zisk skupiny nezaznamenal výraznější výkyvy. Ve fázi růstu české ekonomiky a nízkých úrokových sazeb, zisk banky vykazoval mírnou tendenci k růstu, což bylo ovlivněno růstem úvěrů, avšak jen při stabilní úrokové marži. Stejný vývoj hospodářství a zisku ČSOB můžeme pozorovat v roce 2020, kdy byl zisk ovlivněn poklesem úrokových výnosů, přičemž objem úroků jen mírně rostl. V roce 2021 obě veličiny rostly a v roce 2022 klesaly. V roce 2023 však ekonomika ČR stagnovala a zisk skupiny ČSOB mírně rostl.

V letech 1998 a 1999 společnost nevyplácela dividendy. Což může být dáno tím, že ČSOB byla v roce 1999 privatizována a také předcházející krizí v bankovním sektoru a probíhajícím procesem transformace. Následně odliv dividend do roku 2003 kopíroval realizovaný zisk skupiny, s tím, že nebyl repatriován celý zisk předchozího období. V roce 2004 pak byl repatriován nejen celý zisk předchozího období ale také naakumulované zisky let předchozích. V tomto roce skupina zažívala pozitivní vývoj a taktéž ekonomice se dařilo. V letech 2006 a 2007 kdy byl růst české ekonomiky na vrcholu, skupina repatriovala celé realizované zisky. V roce 2008, kdy došlo k významnému snížení zisku, se společnost rozhodla vyplatit 85 % na dividendách zisku minulého roku. V následujícím roce, kdy zisk skupiny výrazně vzrostl se vyplacené dividendy opět odvíjeli o výsledku minulého roku a odliv dividend tak poklesl. Tato změna zisků vycházela, z již dříve uvedených důvodů a nepředstavovala tak reálné snížení a zvýšení výkonnosti skupiny.

V roce 2010 byl vyplacen celý zisk předchozího období a v roce 2011 byl odliv dividend tvořen i dříve naakumulovaným ziskem. V tomto krátkém meziobdobí česká ekonomiky rostla ze dna a zisk v obou letech klesal, nicméně byl vyšší než před výkyvy let 2008 a 2009. Během poklesu české ekonomiky a krize eurozóny zůstal zisk společnosti stabilní. Odliv dividend se snížil jen v roce 2012.

Od roku 2014 do roku 2019 ekonomika rostla a zisk společnosti také vykazoval mírně rostoucí tendenci. Vývoj odlivu dividend vyplácený za předešlé období více méně kopíroval

zrychlují a zpomalující růst české ekonomiky. Odliv dividend tak odpovídal výši realizovaného zisku předchozího období v letech 2015 a 2016.

V roce 2020 došlo jak k propadu ekonomiky, tak i poklesu zisku skupiny ČSOB. V tomto roce skupina nevyplácela žádné dividendy, což bylo dáno doporučením, které vydala ČNB. Pokles zisků byl ovlivněn především snížením čistých úrokových výnosů. V roce 2021 rostly všechny tři veličiny. Výše repatriovaných dividend, však nebyla s ohledem na předchozí objemy vysoká. Vyplacené dividendy roku 2021 představovaly 48% zisku minulého období a ČSOB se tak rozhodla podpořit stabilitu skupiny v turbulentním období. V roce 2022 již společnost vyplatila i naakumulovaná zisk a repatriovala tak na dividendách 30mld. Kč. Ekonomika byla ve fázi oživení po koronavirové krizi a zisk skupiny byl stabilní. V roce 2023 ekonomika stagnovala a zisk banky vzrostl o 5,5 %, skupina se však rozhodla repatriovat jen 5,3 mld. Kč, což představovalo 36% zisku minulého období.

Při celkovém srovnání těchto tří veličin, lze konstatovat, že mezi nimi existuje jistá míra závislosti. Do roku 2007 než se začala česká ekonomika ochlazovat měly všechny tři veličiny pozitivní rostoucí trend. Pokles ekonomiky v roce 2009 koresponduje s poklesem roku odlivu dividend. Vývoj zisku byl taktéž ovlivněn finanční krizí, avšak již v roce 2008. Růst ekonomiky roku 2010 a 2011 znamenal také růst repatriovaných dividend. Přičemž zisk byl vyšší než před výkyvy let 2008 a 2009. V letech růstu ekonomiky, měly rostoucí tendenci jak zisk, tak i dividendy které byly vypláceny ve vyšší míře. V roce 2020 došlo k poklesu všech tří proměnných a 2021 jejich poklesu. Následující odliv dividend byl ovlivněn výplatou naakumulovaného zisku a proto rok 2022 neodpovídá vývoji daného roku. V roce 2023 kdy ekonomika stagnovala, zisk jen mírně rostl čemuž odpovídá i nižší míra vyplacených dividend.

Odliv dividend je tak ovlivněn vývojem ekonomiky, ziskem realizovaným v předchozím období ale také naakumulovaným ziskem.

4.2.4 Shrnutí případových studií

Analýza tří zkoumaných společností ukazuje, že vztah mezi ekonomickým růstem, růstem zisků a odlivem dividend existuje, ale je ovlivněn řadou specifických faktorů, které mohou tento vztah narušovat.

Ve všech třech případech lze vysledovat, že počáteční období investice je charakterizováno nízkým nebo v případě společností T-Mobile a Bosch, žádným odlivem dividend, protože

společnosti upřednostňují reinvestice pro růst. To potvrzuje hypotézu životního cyklu, že výplata dividend není prioritou v první fázi života PZI.

V období ekonomického růstu do finanční krize všechny společnosti vykazovaly rostoucí zisky. Na případu ČSOB, je patrné, že růst zisku skutečně vedl v tomto období ke zvýšenému odlivu dividend. To je patrné i u dalších dvou sledovaných společností, byť jejich vývoj odlivu dividend byl ovlivněn dlouhou počáteční fází investice a tak k odlivu dividend docházelo až od roku 2006 respektive roku 2007.

V dalším dlouhém období ekonomického růstu mezi lety 2014 až 2019 lze říct, že zisky měly rostoucí tendenci jen u ČSOB a odliv dividend byl volatilní. T-Mobile v tomto období s výjimkou roku 2015 vyplácel dividendy v závislosti na realizovaném zisku minulého období, stejně jako Bosch. Výše vyplacených dividend v absolutní hodnotě tak odrážela realizovaný zisk, při vysokém výplatním poměru.

Během krize kolem roku 2009 a po ní začaly zisky jak společnosti Bosch, tak i T-Mobile klesat a objem dividend také. Zisk ČSOB byl zkreslený, již výše zmíněných důvodů, výplata dividend odrážela nízký zisk předchozích období.

Během krize 2020 Došlo k poklesu zisku všech společností, byť pokles u T-Mobilu nebyl velký z důvodu charakteru krize. Odliv dividend u společnosti Bosch byl nižší, u T-Mobile reflektoval zisk předchozího období, takže nebyl nižší. Odliv dividend ČSOB je zkreslen doporučením ČNB.

V roce 2021 růst zisku u všech společností skutečně odpovídá růstu HDP v absolutní hodnotě. Dále se zisk s vývojem HDP shodoval již jen u T-Mobile. Odliv dividend v tomto období u T-Mobile tak dále korespondoval s realizovaným ziskem. Vyšší odliv zisku u ČSOB byl dán nevyplacenými dividendami roku 2020. Odliv dividend u společnosti Bosch pak byl neúměrně vysoký vzhledem k realizovaným ziskům posledních let.

Výše zisku tak koreluje s vývojem HDP, byť tato závislost byla silnější především do roku 2013 než začala ekonomika znovu růst. Odliv dividend se pak odvíjí od realizovaného zisku i když je ovlivněn spíše ziskem předchozího období. Korelace zisku předchozího období a dividendy je pak zkreslena jednorázovými vysokými hodnotami repatriovaného zisku. Vztah těchto veličin není automatický.

5 EKONOMICKÝ VÝVOJ ČR JAKO FAKTOR DETERMINUJÍCÍ OBJEM REPATRIOVANÉHO ZISKU

V rámci této kapitoly je provedena ekonometrická analýza, která zkoumá závislost odlivu zisků z PZI na ekonomickém vývoji ČR. Cílem je ověřit hypotézu, že ekonomický růst vede k růstu zisků, které generují PZI a tento růst zisků se následně projevuje její vyšší repatriací směrem k mateřským společnostem.

Budou provedeny dva ekonometrické modely. První model zkoumá závislost mezi HDP a ziskem PZI. Druhý model zkoumá závislost mezi ziskem PZI a odlivem dividend PZI.

Každý model bude tvořen:

- Definice proměnných
- Regresní modelu, koeficienty funkce, výsledná funkce
- Statistická verifikace modelu
- Ekonometrická verifikace modelu
- Výsledek

Pro potřeby regresních analýz, byly použity údaje ČNB a ČSÚ až od roku 2000, ačkoli jsou data o PZI dostupné již od roku 1993. Důvodem je fakt, že do roku 1998 nebyly důchody z PZI rozlišovány na položky vyplacených dividend, reinvestovaného zisku a důchodu z poskytnutých úvěrů. To by mohlo vést ke zkreslení ekonometrické analýzy, protože by se vývoj objemu vyplacených dividend rovnal vývoji důchodu získaného z PZI a nedošlo by k zohlednění reinvestovaného zisku a úroků v položce důchodů. Roky 1998 a 1999 nebyly použity z důvodů eliminace extrémních hodnot.

Pro zachycení vývoje proměnných byly využity meziroční rozdíly v procentech pro zajištění stacionarity dat.

Data jsou stacionární, pokud jsou bez trendu, sezónnosti a mají s plynoucím časem stále stejný rozptyl a stejný průběh autokorelační funkce. Stacionarita dat tak eliminuje vliv trendů, sezónnosti a do jisté míry také eliminuje vliv inflace. Napomáhá odhalit skutečný vztah mezi proměnnými a lépe zachycuje efekt změny nezávislé proměnné na závislou proměnnou v krátkém období.

5.1 Model 1: Závislost realizovaného zisku PZI na HDP

Závislá proměnná (y)

Závislou proměnnou je meziroční změna sumy zisků realizovaných podniky PZI. Zisk podniků se skládá z položek vyplacených dividend a reinvestovaného zisku, vyjádřeného v hodnotě daného období.

Nezávislá proměnná (x)

Nezávislou proměnnou představuje meziroční změna v hodnotě HDP České republiky, vyjádřené v běžných cenách. Hrubý domácí produkt, představuje komplexní ukazatel vyjadřující výkonnost ekonomiky. HDP zachycený v běžných cenách byl použit protože hodnoty závislé proměnné, jsou taktéž vyjádřeny v cenách daného období. Toto zamezí zkreslení vztahu mezi proměnnými.

Tabulka 12 Hodnoty proměnných, model 1

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025g, ČSÚ ©2025o)

Rok	y - Změna zisku	x - Změna HDP
2000	57%	6%
2001	46%	8%
2002	31%	4%
2003	11%	5%
2004	39%	9%
2005	1%	7%
2006	31%	7%
2007	51%	9%
2008	-25%	5%
2009	10%	-2%
2010	13%	2%
2011	-8%	2%
2012	10%	1%
2013	2%	1%
2014	12%	5%
2015	7%	6%
2016	5%	4%
2017	20%	7%
2018	-7%	6%
2019	11%	8%
2020	-22%	-1%
2021	29%	8%
2022	11%	12%
2023	-4%	8%

5.1.1 Regresní model

$$\hat{y} = a_0 + a_1x$$

5.1.2 Koeficienty funkce

Tabulka 13 Koeficienty funkce, model 1

(vlastní zpracování)

	Koeficienty	p Hodnota
Hranice	-0,01006	0,890870575
x - Změna HDP	2,819133	0,024206787

5.1.3 Výsledná funkce

$$\hat{y} = -0,01006 + 2,819133x_1$$

- Hranice:

Hranice, neboli konstanta vyjadřuje jakou by měla závislá proměnná hodnotu, kdyby byly hodnoty závislých proměnných rovny nule. V případě této regresní analýzy tak říká, že pokud by byl meziroční růst HDP roven nule, pak by došlo k meziročnímu poklesu zisků podniků PZI o 0,01006%. Nulový člen tak má slabě negativní vztah k vývoji realizovaných zisků PZI. Avšak na základě dále provedeného T-testu, bude zjištěno, že tento koeficient není statisticky významný. Nelze tak tvrdit, že by v případě meziroční změny HDP o 0%, tedy při stagnaci ekonomiky došlo k poklesu zisků o 0,010006%.

- x:

V případě meziročního růstu HDP o 1%, by na základě daného regresního modelu mělo dojít k meziročnímu nárůstu zisku realizovaného PZI o 2,819133%. Vývoj HDP tak má významný pozitivní efekt na vývoj zisku PZI.

5.1.4 Statistická verifikace

Slouží k posouzení statistické významnosti parametrů a také modelu jako celku.

(Klímek, 2010, s.14)

T-testy

Hranice

a₀:

H_0 = Parametr a_0 je statisticky významný

H_A = Parametr a_0 není statisticky významný

$$p = 0,890871$$

$$0,890871 > 0,05$$

Zamítáme nulovou hypotézu ve prospěch alternativní hypotézy, parametr a_0 není statisticky významný.

a_1 :

H_0 = Parametr a_1 je statisticky významný

H_A = Parametr a_1 není statisticky významný

$$p = 0,024207$$

$$0,024207 < 0,05$$

Nezamítáme nulovou hypotézu parametr a_1 je statisticky významný.

F-test

H_0 = Model je statisticky významný

H_A = Model není statisticky významný

$$F\text{-test} = 5,858512$$

$$p = 0,024207$$

$$\alpha = 0,05$$

$$0,024207 < 0,05$$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Na hladině významnosti 5 % se ukázalo, že model je statisticky významný.

Koeficient determinace R^2

Koeficient determinace, měří kvalitu, tedy přesnost modelu. Znázorňuje kolik procent variability proměnné je vysvětleno daným regresním modelem a nabývá tak hodnot od 0 do 1. Nízká hodnota ukazatele znamená, že existuje řada dalších nezávislých proměnných, které ovlivňují výši závislé proměnné. Model, který má nízký koeficient determinace špatně předpovídá budoucí hodnoty závislé proměnné, avšak to neovlivňuje jeho schopnost vyjadřovat závislost mezi proměnnými.

(Janáček, 2022, s.79-80)

$$R^2 = 0,210295 = 21,0295\%$$

Model vysvětluje 21,0295% variability závislé proměnné. Pomocí modelu jsme tak vysvětlili změnu zisků realizovaných PZI ze 21,0295 % a to v závislosti na vývoji HDP. Závislá proměnná je tak na těchto regresorech relativně závislá.

Koeficient korelace

Korelace vyjadřuje míru lineárního vztahu mezi proměnnými. Nabývá hodnot od -1 do 1 , přičemž tak vyjadřuje negativní nebo pozitivní korelaci. Hodnota korelačního koeficientu 0 , pak říká, že neexistuje lineární závislost mezi proměnnými. Pro určení síly korelace platí, že čím více je v modelu pozorování, tím menší je potřebná hodnota korelačního koeficientu určující sílu korelace.

(Janáček, 2020, s.30)

Obecně platí že hodnoty korelačního koeficientu do $0,19$ značí velmi slabou, do $0,39$ slabou, do $0,59$ střední, do $0,79$ silnou korelaci. Hodnoty nad $0,79$ již značí velmi silnou korelaci.

(MUNI, ©2025b)

Násobné $R = 0,45858$

Tato hodnota značí středně silnou pozitivní korelaci mezi závislou a nezávislou proměnnou. Mezi vývojem HDP a ziskem PZI tak panuje středně silný lineární vztah.

5.1.5 Ekonometrická verifikace

Ekonometrická verifikace slouží k ověření toho, zda byly splněny předpoklady pro použití daného modelu a technik, jejich cílem je tak ověření platnosti statistických kritérií. Jinak by mohlo dojít k tomu, že by regresní model nepodával pravdivé závěry.

(Klímek, 2010, s.15)

Předpoklady reziduální složky:

- Průměrná hodnota reziduí je nula.
- Rozptyl reziduí je konstantní.
- Chyby jsou na sobě nezávislé, rezidua nejsou autokorelována.
- Rezidua mají normální rozdělení.

Testování průměrné hodnoty reziduí

Prvním předpokladem kladený na reziduální složku je, že se průměrná hodnota reziduí musí rovnat nule. V případě, že by průměrná hodnota rezidua nebyla rovna nule, model by automaticky nadhodnocoval nebo podhodnocoval realitu a generoval by systematicky vychýlené výstupy.

(Cipra, 2008, s.41)

Tabulka 14 Průměrná hodnota reziduí, model 1

(vlastní zpracování)

Rok	y - Změna zisku	Očekávané y - Změna zisku	Rezidua
2000	57%	15%	41%
2001	46%	22%	24%
2002	31%	11%	20%
2003	11%	12%	-1%
2004	39%	24%	14%
2005	1%	17%	-16%
2006	31%	20%	11%
2007	51%	25%	26%
2008	-25%	12%	-37%
2009	10%	-7%	17%
2010	13%	5%	8%
2011	-8%	3%	-11%
2012	10%	1%	9%
2013	2%	2%	-1%
2014	12%	13%	-1%
2015	7%	17%	-10%
2016	5%	11%	-6%
2017	20%	19%	2%
2018	-7%	15%	-22%
2019	11%	20%	-9%
2020	-22%	-4%	-18%
2021	29%	22%	7%
2022	11%	32%	-21%
2023	-4%	22%	-26%
Σ			0%

Průměrná hodnota chyby daného regresního modelu je rovna nule. Regresní model tak nenadhodnocuje ani nepodhodnocuje realitu a výstupy tak nejsou systematicky vychýlené.

White test

White test zkoumá, zda je splněn požadavek na homoskedasticitu reziduální složky, tedy zda je rozptyl reziduí konstantní, v opačném případě, pak hovoříme o tom, že jsou rezidua heteroskedastická.

(Cipra, 2008, s.84)

Nejčastějšími důsledky heteroskedasticity reziduí je podhodnocení odhadnutého regresoru a nadhodnocení nulového koeficientu. Problém s heteroskedasticitou je u časových řad obvyklý.

(Cipra, 2008, s.87)

H_0 : Rozptyl reziduí je konstantní v čase

H_A : Rozptyl reziduí není konstantní v čase

Testovací statistika = 0,706724

p-value = 0,702323

$\alpha = 0,05$

p-value $\geq \alpha$

0,702323 $\geq 0,05$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Rozptyl reziduí je konstantní v čase. Rezidua jsou homoskedastická.

Durbin-Watsonův test

Durbin-Watsonův test nabývá hodnot $<0,4>$. Hodnota 0 značí maximální kladnou korelaci a hodnota 4 značí maximální možnou zápornou autokorelaci 1.řádu dvou po sobě jdoucích reziduálních hodnot. Hodnota DW=2 znamená nepřítomnost autokorelace 1.řádu.

(Cipra, 2008, s.97)

Přítomnost autokorelace reziduí může vést k tomu, že výsledky t-testů parametrů nezávislých proměnných a F-testu zkoumajícího celkovou statistickou významnost regresního modelu by nebyly věrohodné.

(Cipra, 2008, s.100)

H_0 : Chyby jsou na sobě nezávislé

H_A : Chyby jsou na sobě závislé

DW = 1,639519

Hodnota Durbin-Watsonova testu tohoto regresního modelu vyšla 1,639519.

Intervaly-Durbin-Watsonova testu při $T=24$ a $k=1$ jsou:

$d_L = 1,2728$

$$d_U = 1,4458$$

$$4-d_U = 2,5542$$

$$4-d_L = 2,7272$$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Na základě Durbin-Watsonova testu bylo zjištěno, že neexistuje důkaz o autokorelaci reziduí. Výsledky T-testu a F-testu by tak měly být věrohodné.

Shapiro - Wilk test

Dalším předpokladem je to, že rezidua mají normální rozdělení.

Normální rozdělení je funkce, která je symetrická kolem střední hodnoty, což znamená, že pravděpodobnost kladné chyby je stejná jako pravděpodobnost výskytu záporné chyby. Její tvar závisí na standardní odchylce. V případě, že by nebyla splněna podmínka normality, vedlo by to k systematickému vychýlení výstupů.

(Cipra, 2008, s.52)

H_0 : Rezidua mají normální rozdělení

H_A : Rezidua nemají normální rozdělení

$$p\text{-value} = 0,999757$$

$$\alpha = 0,05$$

$$p\text{-value} \geq \alpha$$

$$0,999757 \geq 0,05$$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Rezidua mají normální rozdělení.

5.1.6 Výsledek

Na základě výsledků ekonometrického modelu můžeme konstatovat, že existuje vztah mezi vývojem zisku realizovaného PZI a vývoje HDP České republiky. Meziroční změna HDP o jedno procento, v běžných cenách tak vyvolává změnu zisku u PZI o 2,819133%. Nárůst HDP tak má významný pozitivní efekt na tvorbu zisku PZI. Při stagnaci ekonomiky, nelze jednoznačně určit jak se budou vyvíjet zisky podniků PZI, protože na základě t-testu konstanty vyšlo, že tento parametr není statisticky významný.

Použitý model popisuje jen 21,03% variability závisle proměnné. Existuje tak řada dalších faktorů, které ovlivňují vývoj zisku podniků PZI. Zisk firem tak může být ovlivněn zdaněním, náklady na suroviny, energie nebo výrobní faktory. Výše realizovaného zisku může být také ovlivněna fází finančního cyklu investice, tak jak byla popsána v teoretické části.

Mezi proměnnými však existuje středně silná pozitivní korelace, obě veličiny se tak ve velké míře pohybují stejným směrem.

Ve výkladu tohoto ekonometrického modelu je potřeba zohlednit také reciproční vztah mezi důchodem z PZI a vývojem HDP, který tak narušuje exogenitu nezávislé proměnné. Tento vztah je dán důchodotvorným a kapacitotvorným účinkem investic, které mohou vést k růstu HDP.

Tržby podniku se dále používají na úhradu nákladů, daní, výplatu dividend a tvorbu hrubých úspor, z kterých se dále vytváří čisté úspory, tedy nevyplacené zisky, které mohou být potenciálně použity na investice, které prostřednictvím zmíněných efektů vedou k růstu HDP.

Vztah mezi vytvořeným ziskem, potažmo jeho nerepatriovanou částí a růstem HDP však není podmíněný, protože zadržení zisku neznámá jeho reinvestování a tento zisk může být jen vyplacen až v budoucnu, přičemž tato zvyklost byla zachycena také v rámci případových studií. Zároveň ačkoliv je samotný důchodotvorný účinek investic okamžitý, změna zadrženého zisku v investice okamžitá není. Investice navíc působí na růst HDP dlouhodobě, což snižuje jejich efekt v krátkém období a tak při použití meziročních procentních změn v modelu, by neměla být narušena exogenita závisle proměnné.

Vzhledem k tomu, že výsledky tohoto ekonometrického modelu vyšly jako statisticky významné, může ekonometrická analýza pokračovat druhým modelem zkoumající navazující vztah a to závislost odlivu dividend z PZI na realizovaném zisku PZI.

5.2 Model 2: Závislost odlivu dividend PZI na ziscích realizovaných PZI

Závislá proměnná (y)

Závislou proměnnou je meziroční změna vyplacených dividend podniky PZI v České republice. Vyplacené dividendy byly zachyceny v cenách daného období.

Nezávislá proměnná (x)

Nezávislou proměnnou je meziroční změna zisků realizovaných podniky PZI. Zisk podniků se skládá z položek vyplacených dividend a reinvestovaného zisku, vyjádřeného v hodnotě daného období.

Tabulka 15 Hodnoty proměnných, model 2

(vlastní zpracování, ČNB, ©2025g)

Rok	y - Změna vyplacených dividend	x - Změna zisku
2000	0,24	0,57
2001	0,53	0,46
2002	0,99	0,31
2003	0,53	0,11
2004	0,47	0,39
2005	-0,01	0,01
2006	0,52	0,31
2007	0,44	0,51
2008	0,15	-0,25
2009	-0,03	0,10
2010	0,13	0,13
2011	0,08	-0,08
2012	-0,07	0,10
2013	-0,02	0,02
2014	0,23	0,12
2015	0,09	0,07
2016	0,03	0,05
2017	-0,06	0,20
2018	0,14	-0,07
2019	0,13	0,11
2020	-0,26	-0,22
2021	-0,03	0,29
2022	0,62	0,11
2023	-0,26	-0,04

5.2.1 Regresní model

$$\hat{y} = a_0 + a_1x$$

5.2.2 Koeficienty funkce

Tabulka 16 Koeficienty funkce, model 2

(vlastní zpracování)

	Koeficienty	p Hodnota
Hranice	0,08440209	0,195260945
x - Změna zisku	0,778074914	0,005726327

5.2.3 Výsledná funkce

$$\hat{y} = 0,080209 + 0,77807491x_1$$

- Hranice:

Hranice neboli konstanta vyjadřuje jakou by měla závislá proměnná hodnotu, kdyby byly hodnoty závislých proměnných rovny nule. V případě této regresní analýzy tak říká, že pokud by byl meziroční růst zisku roven nule, pak by došlo k meziročnímu růstu dividend o 0,08440209 %. Nulový člen tak má slabě pozitivní vztah k vývoji realizovaných zisků PZI. Avšak na základě dále provedeného T-testu, bude zjištěno, že tento koeficient není statisticky významný. Nelze tak tvrdit, že by v případě meziroční změny zisku o 0 %, došlo k poklesu dividend o 0,08440209 %.

- x:

V případě meziročního růstu zisků o 1 %, by na základě daného regresního modelu mělo dojít k meziročnímu nárůstu repatriovaných dividend o 0,77807491 %. Vývoj zisku tak má významný pozitivní efekt na vývoj repatriace dividend

5.2.4 Statistická verifikace

T-testy

Hranice:

H_0 = Parametr a_0 je statisticky významný

H_A = Parametr a_0 není statisticky významný

$p = 0,195260945$

$0,195260945 > 0,05$

Zamítáme nulovou hypotézu ve prospěch alternativní hypotézy. Na hladině významnosti 5% se ukázalo, že parametr a_0 není statisticky významný.

a_1 :

H_0 = Parametr a_1 je statisticky významný

H_A = Parametr a_1 není statisticky významný

$p = 0,005726327$

$0,005726327 < 0,05$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Parametr a_1 je statisticky významný.

F-test

H_0 = Model je statisticky významný

H_1 = Model není statisticky významný

F-test = 9,368211381

$p = 0,005726$

$\alpha = 0,05$

$0,005726 < 0,05$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Na hladině významnosti 5% se ukázalo, že model je statisticky významný.

Koeficient determinace R^2

$R^2 = 0,29865303 = 29,865303\%$

Model vysvětluje 29,865303% variability závislé proměnné. Pomocí modelu jsme tak vysvětlili změnu zisků realizovaných PZI ze 29,865303 % a to v závislosti na vývoji HDP. Závislá proměnná je tak na těchto regresorech relativně závislá.

Koeficient korelace

Násobné $R = 0,546491565$

Tato hodnota značí středně silnou pozitivní korelaci mezi závislou a nezávislou proměnnou. Mezi vývojem HDP a ziskem PZI tak panuje středně silný lineární vztah.

5.2.5 Ekonometrická verifikace**Testování průměrné hodnoty reziduí**

Tabulka 17 Průměrná hodnota reziduí model 2 (vlastní zpracování)

Rok	y - Změna vyplacených dividend	Očekávané y - Změna vyplacených dividend	Rezidua
2000	24%	53%	-28%
2001	53%	44%	9%
2002	99%	32%	67%
2003	53%	17%	36%
2004	47%	38%	8%
2005	-1%	9%	-10%
2006	52%	33%	19%
2007	44%	48%	-5%
2008	15%	-11%	26%
2009	-3%	16%	-19%
2010	13%	19%	-5%
2011	8%	3%	6%
2012	-7%	16%	-23%
2013	-2%	10%	-12%
2014	23%	18%	5%
2015	9%	14%	-5%
2016	3%	12%	-9%
2017	-6%	24%	-31%
2018	14%	3%	11%
2019	13%	17%	-4%
2020	-26%	-9%	-17%
2021	-3%	31%	-34%
2022	62%	17%	45%
2023	-26%	5%	-31%
Σ			0%

Průměrná hodnota chyby daného regresního modelu je rovna nule. Regresní model tak nenadhodnocuje ani nepodhodnocuje realitu a výstupy tak nejsou systematicky vychýlené.

White test

H_0 : Rozptyl reziduí je konstantní v čase

H_A : Rozptyl reziduí není konstantní v čase

Testovací statistika = 0,895609

p-value = 0,639029

$\alpha = 0,05$

p-value $\geq \alpha$

$0,639029 \geq 0,05$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Rozptyl reziduí je konstantní v čase. Rezidua jsou homoskedastická.

Durbin-Watsonův test

H_0 : Chyby jsou na sobě nezávislé

H_A : Chyby jsou na sobě závislé

$$DW = 1,897033$$

Hodnota Durbin-Watsonova testu tohoto regresního modelu vyšla 1,897033.

Intervaly-Durbin-Watsonova testu při $T = 24$ a $k = 1$ jsou:

$$d_L = 1,2728$$

$$d_U = 1,4458$$

$$4 - d_U = 2,5542$$

$$4 - d_L = 2,7272$$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Na základě Durbin-Watsonova testu bylo zjištěno, že neexistuje důkaz o autokorelaci reziduí. Výsledky T-testů a F-testu by tak měly být věrohodné.

Shapiro - Wilk test

H_0 : Rezidua mají normální rozdělení

H_A : Rezidua nemají normální rozdělení

$$p\text{-value} = 0,124474$$

$$\alpha = 0,05$$

$$p\text{-value} \geq \alpha$$

$$0,124474 \geq 0,05$$

Nezamítáme nulovou hypotézu. Rezidua mají normální rozdělení.

5.2.6 Výsledek

Na základě výsledků ekonometrického modelu lze konstatovat, že existuje vztah mezi vývojem repatriovaných dividend a vývojem zisku realizovaného PZI. Meziroční změna zisku o jedno procento, v běžných cenách tak vyvolává změnu odlivu dividend o 0,77807491 %. Nárůst zisku tak má významný pozitivní efekt na nárůst repatriovaných dividend. Hodnota parametru vyjadřuje mezní sklon k výplatě dividend, kdy z každého jednoho dodatečného procenta realizovaného zisku je 0,78 % repatriováno a 0,22 % reinvestováno, nebo alespoň zadrženo v podobě hotovosti, nebo jiných finančních nástrojů.

V případě, že by se zisk společnosti meziročně neměnil, není možné určit, jak by se odliv dividend vyvíjel, protože na základě T-testu konstanty vyšlo, že tento parametr není statisticky významný.

Model však popisuje jen 29,9% variability závislé proměnné, a tak existuje řada dalších faktorů, které ovlivňují výši repatriovaného zisku, tak jak byly uvedené v teoretické části. Determinanty na podnikové úrovni to mohou být dividendová politika nebo finanční životní cyklus investice. Mezi makroekonomické determinanty pak může patřit výše daňových sazeb, vývoj kurzů měn, vývoj finančních trhů nebo existence lepších investičních příležitostí.

Mezi proměnnými však existuje středně silná pozitivní korelace. Vývoj repatriovaných dividend tak značně kopíruje vývoj zisku.

5.3 Výsledek ekonometrické analýzy

Ekonometrická analýza prokázala, že existuje závislost mezi vývojem HDP, ziskem realizovaným PZI a repatriací dividend. Potvrzuje se tak tvrzení uvedené v odborné literatuře, že přístup investorů k vyplácení dividend je ovlivněn ekonomickým vývojem a úrovní země.

Vývoj HDP je dán výší jeho jednotlivých složek, kterými jsou spotřeby domácností, investice firem, vládní výdaje a čistý export. Růst těchto složek, znamená vyšší důchody podniků, včetně těch, které jsou definované jako PZI. Firmy tyto důchody dále používají na úhradu daní, nákladů podniku a tvorbu hrubých úspor, prostřednictvím kterého vzniká prostor k růstu zisku. Závislost vývoje HDP na realizovaném zisku byla prokázána prvním modelem, přičemž růst HDP o 1% vede k růstu zisku o 2,82%. Firmy realizovaný zisk dále rozdělují na repatriovaný a reinvestovaný. Závislost růstu repatriovaných dividend na růstu zisku potvrdil druhý model, který stanovil, že růst zisku o 1% vede k růstu odlivu dividend o 0,78 %, což představuje mezní sklon k výplatě dividend.

Dalších 0,22 % dodatečného procenta zisku představuje reinvestovaný zisk, který může působit v domácí ekonomice multiplikačním efektem. Prostřednictvím důchodotvorného účinku investic, tento reinvestovaný zisk vytváří důchody dalších firem. Prostřednictvím kapacitotvorného účinku investic pak posouvají produkční funkci, tedy potenciální produkt země.

Oba modely však popisují jen omezenou část variability proměnné. Vývoj zisků firem i její repatriace je tak ovlivněna celou řadou dalších faktorů, což potvrzuje komplexnost problému. Do vývoje těchto proměnných vstupují faktory jak na mikro úrovni, tak i na makro úrovni. Repatriace dividend PZI může být ovlivněná také mikro a makro faktory působící na mateřskou společnost. Rozhodování o repatriaci dividend tak neovlivňují jen faktory působící přímo na podnik PZI ale také řada dalších faktorů působící na podnik nepřímo.

ZÁVĚR

Tato diplomová práce se zabývala vztahem mezi ekonomickým vývojem a objemem repatriovaného zisku z přímých zahraničních investic v České republice.

Cílem bylo zjistit, zda ekonomický vývoj skutečně determinuje růst zisku podniků se zahraniční účastí, a ten následně vede k vyššímu odlivu dividend do zahraničí.

Práce se opírala o teoretická východiska, která dávala do spojitosti vývoj ekonomiky s odlivem dividend.

Klíčovým východiskem byla teorie, že rostoucí spotřeba, která je součástí HDP, vede k růstu důchodu firem a to se projevuje na vyšším objemu výplaty dividend. Dalším východiskem byl důchodotvorný účinek samotných investic, které jsou taktéž součástí HDP, a samy vedou k růstu spotřeby a důchodu. To dává předpoklad, že i reinvestovaný zisk, byť krátkodobě povede k omezení výplaty dividend, v budoucnu podpoří její vyšší výplatu.

První část praktické části tvořila makroekonomická analýza, jejímž cílem byl rozbor ekonomického vývoje za období její konvergence a analyzovat vývoj repatriovaných investic z PZI. Tato část poskytla základ pro navazující případové studie a ekonometrickou analýzu.

Případové studie ukázaly, že výkonnostní ukazatele, výše realizovaného zisku, a tak i výše absolutní hodnoty repatriovaných dividend se značně liší. U dvou ze tří sledovaných společností je patrný jejich finanční cyklus jakožto přímé zahraniční investice, včetně fáze reinvestic a následné repatriace zisků. Všechny společnosti však aktuálně vykazují tendenci k vysokému poměru mezi repatriovanými dividendami a realizovaným ziskem. Zároveň u nich dochází k tomu, že zadrženou část zisku, často po ukončení počáteční fáze nebo po otřesech ekonomiky, vyplácí jednorázově ve velkých částkách. To napovídá tomu, že nevyplacené zisky nejsou všechny reinvestovány, ale jsou jen zadrženy s předpokladem jejich následné repatriace. Případové studie tak ukázaly, že vliv ekonomického vývoje na jejich zisk a následné repatriaci existuje, avšak není přímočarý a je ovlivněn řadou dalších faktorů. Těmito determinanty tak jsou fáze, ve které se PZI nachází, výše zisku za dané období, ale také její naakumulované množství a také vývoj ekonomiky.

Následná ekonometrická část, měla za úkol potvrdit hypotézu o vlivu ekonomického vývoje na repatriaci dividend na kvantitativních datech. Ukázalo se, že skutečně existuje středně silná korelace mezi proměnnými, avšak existuje mnoho dalších faktorů, které tento vztah

ovlivňují, což potvrdilo předpoklad z případových studií. HDP však má pozitivní efekt na zisk, stejně tak jako zisk má pozitivní efekt na výši repatriovaných dividend.

Významným zjištěním je také skutečnost, že růst přímých zahraničních investic je tažen především reinvestovanými zisky, nikoliv novým přílivem kapitálu. Rostoucí výše repatriovaných dividend je pak dána rostoucím stavem těchto investic prostřednictvím reinvestovaného zisku, v kombinaci s již konstantní vysokou mírou repatriace v období po roce 2008. Růst odlivu dividend není dán rostoucí výnosností PZI. Z makroekonomických dat se tak PZI v ČR nachází ve třetí fázi svého finančního cyklu. Česká republika je ve fázi posttrazitivní ekonomiky, kdy dochází k omezení reinvestic a repatriaci zisků.

V budoucnu by bylo možné na práci navázat několika směry. Za prvé, analýzu by bylo vhodné rozšířit o další makroekonomické proměnné, které mohou ovlivňovat rozhodování investorů o repatriaci zisků. Za druhé, bylo by možné zaměřit se na srovnání mezi Českou republikou a jinými státy střední a východní Evropy, které prošly podobným vývojem, a posoudit, do jaké míry jsou zjištěné vztahy specifické pro české prostředí. V neposlední řadě by bylo možné provést podrobnější analýzu na úrovni jednotlivých odvětví nebo kategorií podniků dle velikosti, která by přinesla detailnější pohled do různých strategií zahraničních investorů.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ARNOLD, Roger A. (2019). *Macroeconomics*. Thirteenth edition. Australia: Cengage. ISBN 978-1-337-61739-0.

BAKER, H. Kent a POWELL, Gary E. (2005). *Understanding financial management: a practical guide*. Malden: Blackwell. ISBN 0-631-23100-5.

BRADA, Josef C. a TOMŠÍK, Vladimír. (2009). *The Foreign Direct Investment Financial Life Cycle: Evidence of Macroeconomic Effects from Transition Economies*. Online. Emerging Markets Finance and Trade. roč. 7, č. 45, s. 5-20. ISSN 1558-0938. Dostupné z: <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.2753/REE1540-496X450301?needAccess=true>. [cit. 2025-02-04].

BRADA, Josef C. a TOMŠÍK, Vladimír. (2004). *Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik*. Online. Politická ekonomie. roč. 3, č. 52, s. 313-329. Dostupné z: <https://polek.vse.cz/pdfs/pol/2004/03/02.pdf>. [cit. 2025-02-03].

BROŽOVÁ, Dagmar. (2018). *Kapitoly z moderní ekonomie trhů práce*. Beckovy ekonomické učebnice. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-719-4.

BRČÁK, Josef; SEKERKA, Bohuslav a STARÁ, Dana. (2014). *Makroekonomie - teorie a praxe*. Plzeň: Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-492-3.

BRČÁK, Josef; SEKERKA, Bohuslav; SEVEROVÁ, Lucie a STARÁ, Dana. (2018). *Makroekonomie: makroekonomický přehled*. Plzeň: Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-708-5.

CIPRA, Tomáš. (2008). *Finanční ekonometrie*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-43-9.

ČERNÁ, Iveta; MÜLLER, David a ŠTĚRBOVÁ, Ludmila. (2017). *Foreign direct investment and investment policy*. Prague: Oeconomica, nakladatelství VŠE. ISBN 978-80-245-2218-0.

ČESKO. (2016). *Zákon č. 323/2016 Sb. Zákon, kterým se mění některé zákony v oblasti peněžního oběhu a devizového hospodářství a kterým se zrušuje zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů*. Online. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2016-323>. [cit. 2025-01-30].

ČNB. (2004). *Finanční stabilita*. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financi-stabilita/.galleries/zpravy_fs/fs_2004/FS_2004_4.pdf?utm_source.. [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2012). *Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Podil-reinvestovanych-zisku-na-celkovych-vynosech-z-primych-zahranicnich-investic-PZI..> [cit. 2025-02-07].

ČNB. (2016). *Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Srovnani-odlivu-dividend-v-zemich-Evropske-unie..> [cit. 2025-02-07].

ČNB. (2017). *Ohlédnutí za ukončeným kurzovým závazkem*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Ohlednuti-za-ukoncenym-kurzovym-zavazkem..> [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2021). *Vývoj spotřebitelských a průmyslových cen v koronavirovém roce 2020*. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Vyvoj-spotrebitelskych-a-prumyslovych-cen-v-koronavirovem-roce-2020/?utm_source.. [cit. 2025-04-15].

ČNB. (2022a). *Přímé zahraniční investice 2022*. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_balance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2022_CZ.pdf.. [cit. 2025-01-30].

ČNB. (2022c). *Chartbook Přehled makroekonomických, finančních a měnových ukazatelů - léto 2022*. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_menove_politice/2022/leto_2022/download/zomp_2022_leto_chartbook.pdf?utm_source.. [cit. 2025-04-15].

ČNB. (2025a). *Hrubý domácí produkt: Potenciální produkt*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/search/potenci%C3%A1ln%C3%AD%20produkt..> [cit. 2025-04-15].

ČNB. (2025b). *Hrubý domácí produkt: Mezera výstupu - produkční funkce*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/search/produk%C4%8Dn%C3%AD%20mezera..> [cit. 2025-04-15].

ČNB (2025c). *Platební bilance*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/indicators..> [cit. 2025-04-15].

ČNB (2025e). *Přímé zahraniční investice*. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/publikace_pb/pzi/.. [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2025d). 4.3 *PŘÍLIV PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC DO ČESKÉ REPUBLIKY - podle principu směru Jednotlivé země (princip bezprostředního investora).*

Dostupné z: <https://www.cnb.cz/analytics/saw.dll?PortalGo..> [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2025g). 5.1 *DŮCHODY Z PŘÍMÝCH INVESTIC Jednotlivé země (princip bezprostředního investora).* Dostupné z:

https://www.cnb.cz/analytics/saw.dll?PortalGo&PortalPath=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FWEB_PZI&Path=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FPZI_BPM6_5.1.%20D%C5%AFchody_Zem%C4%9B&Style=CNB&Done=Dashboard%26PortalPath%3D%252Fshared%252FPZI_WEB%252FWEB_PZI%26Page%3DPZI_%25C4%258CR%26ViewState%3Dlfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&Action=Prompt&ViewState=lfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&P16=NavRuleDefault&NavFromViewID=d%3Adashboard~p%3Agmdgremlou5sg4f.. [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2025h). 5.2. *DŮCHODY Z PŘÍMÝCH INVESTIC Ekonomická odvětví (NACE Rev.2).* Dostupné z:

https://www.cnb.cz/analytics/saw.dll?PortalGo&PortalPath=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FWEB_PZI&Path=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FPZI_BPM6_5.2.%20D%C5%AFchody_NACE%20odv%C4%9Btv%C3%AD&Style=CNB&Done=Dashboard%26PortalPath%3D%252Fshared%252FPZI_WEB%252FWEB_PZI%26Page%3DPZI_%25C4%258CR%26ViewState%3Dlfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&Action=Prompt&ViewState=lfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&P16=NavRuleDefault&NavFromViewID=d%3Adashboard~p%3Agmdgremlou5sg4f.. [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2025f). 7.1. *STAV PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC V ČESKÉ REPUBLICE k 31.12. ve členění na aktiva a pasiva Jednotlivé země (princip bezprostředního investora)*

Dostupné z:

https://www.cnb.cz/analytics/saw.dll?PortalGo&PortalPath=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FWEB_PZI&Path=%2Fshared%2FPZI_WEB%2FPZI_BPM6_7.1.%20Stavy_T_Zem%C4%9B_aktiva%26pasiva&Style=CNB&Done=Dashboard%26PortalPath%3D%252Fshared%252FPZI_WEB%252FWEB_PZI%26Page%3DPZI_%25C4%258CR%26ViewState%3Dlfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&Action=Prompt&ViewState=lfimhi454gp7prlk8j0m874oh2&P16=NavRuleDefault&NavFromViewID=d%3Adashboard~p%3Agmdgremlou5sg4f.. [cit. 2025-04-16].

ČNB. (2022b). *Hrubý domácí produkt ve 4. čtvrtletí 2021 zhruba v souladu s prognózou*

ČNB. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/komentare-cnb-ke->

zverejnenym-statistickym-udajum-o-inflaci-a-hdp/Hruby-domaci-produkt-ve-4.-ctvrtleti-2021-zhruba-vsouladu-s-prognozou-CNB.. [cit. 2025-04-15].

ČSOB. (2025). *Povinně uveřejňované informace*. Dostupné z: <https://www.csob.cz/csob/povinne-uverejnovane-informace..> [cit. 2025-04-16].

ČSÚ. (2022d). *Indexy spotřebitelských cen - inflace - prosinec 2022*. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/rychle-informace/indexy-spotrebitelskych-cen-inflace-prosinec-2022..> [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2023). *Indexy spotřebitelských cen - inflace - prosinec 2023*. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/rychle-informace/indexy-spotrebitelskych-cen-inflace-prosinec-2023..> [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025b). *Deficit/přebytek vládních institucí, stav dluhu a související údaje*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30832&pvo=NUCD03&evo=v1286_!_NUCD03-R_1.. [cit. 2025-04-16].

ČSÚ. (2025c). *Obecná míra nezaměstnanosti v regionech soudržnosti a krajích - roční průměr*. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30853&pvo=ZAM06&str=v95..> [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025d). *Zahraniční obchod se zbožím podle komodit - časová řada*. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=3909&katalog=32935&pvo=VZO018-NP-A&pvo=VZO018-NP-A&str=v153..> [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025e). *Indexy cen průmyslových výrobců - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=5415&katalog=31783&pvo=CEN04AA3&pvo=CEN04AA3&evo=v5791_!_CEN-PRU-BAZIC2005-Rod1990_1&evo=v4675_!_PRUM1_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025f). *Indexy cen průmyslových výrobců - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=68&katalog=31783&pvo=CEN04AA&pvo=CEN04AA&evo=v676_!_CEN-PRU-BAZIC2005-R_1&evo=v2763_!_PRUM1_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025g). *Hrubý domácí produkt výdajovou metodou*. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30832&pvo=NUCD02-VYD&str=v253..> [cit. 2025-04-16].

ČSÚ. (2025g). *Indexy cen průmyslových výrobců - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=1491&katalog=31783&pvo=CEN04A11&pvo=CEN04A11&evo=v3910_!_CEN04A1-2025_1&evo=v3801_!_PRUM1-od2015_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025h). *Indexy cen průmyslových výrobců - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=4249&katalog=31783&pvo=CEN04AA2&pvo=CEN04AA2&evo=v3361_!_CEN-PRU-BAZIC2005-Rod2015_1&evo=v4101_!_PRUM1-od2015_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2025i). *Indexy cen v tržních službách - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=46&katalog=31784&pvo=CEN060A&pvo=CEN060A&evo=v488_!_CEN-TRZ-BAZIC2005-R_1&evo=v1902_!_TRZSLU1a2-do2017_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ (2025j). *Indexy cen v tržních službách - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=4150&katalog=31784&pvo=CEN064A&pvo=CEN064A&evo=v2936_!_CEN-TRZ-BASIC2015-R-21_1&evo=v2763_!_TRZSLU1a2-CISEL_1.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ (2025k). *Indexy spotřebitelských cen zboží a služeb*. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvoc=&katalog=31779&pvo=CEN09&z=T..> [cit. 2025-04-15].

ČSÚ (2025l). *Indexy cen vývozu a dovozu podle klasifikace SITC - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=6132&katalog=31781&pvo=CEN07AA-112&pvo=CEN07AA-112&str=v2397&evo=v2501_!_CEN-ZO-R_2.. [cit. 2025-04-16].

ČSÚ (2025m). *Indexy cen vývozu a dovozu podle klasifikace SITC - bazický index*. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=6132&katalog=31781&pvo=CEN07AA-112&pvo=CEN07AA-112&str=v2398&evo=v2501!_CEN-ZO-R_2.. [cit. 2025-04-16].

ČSÚ. (2025o). *Hrubý domácí produkt výdajovou metodou*. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30832&pvo=NUCD02-VYD&str=v227>. [cit. 2025-04-16].

ČSÚ. (2025ch). *Indexy cen v tržních službách - bazický index*. Online. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=46&katalog=31784&pvo=CEN060A&pvo=CEN060A&evo=v488!_CEN-TRZ-BAZIC2005-R_1&evo=v1902!_TRZSLU1a2-do2017_1. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2020a). *Tvorba a užití HDP – 4. čtvrtletí 2020*. Dostupné z: https://csu.gov.cz/rychle-informace/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2020?utm_source=chatgpt.com.. [cit. 2025-04-15].

ČSÚ. (2020b). *Vývoj ekonomiky České republiky – 2. čtvrtletí 2020*. Dostupné z: [https://zpravy.kurzy.cz/557363-14-09-2020-vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-2-ctvrtleti-2020/..](https://zpravy.kurzy.cz/557363-14-09-2020-vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-2-ctvrtleti-2020/) [cit. 2025-04-16].

ČTK. (2023). *T-Mobile zahajuje výstavbu nového křídla svého nejmodernějšího datacentra DC7 Rozroste se na 3 500 m2 a nabídne nejvyšší standardy na trhu*. Dostupné z: <https://www.ceskenoviny.cz/pr/zpravy/t-mobile-zahajuje-vystavbu-noveho-kridla-sveho-nejmodernejsiho-datacentra-dc7-rozroste-se-na-3-500-m2-a-nabidne-nejvyssi-standardy-na-trhu/2363191..> [cit. 2025-04-16].

EKONOMICKÝ DENÍK. (2023). *Odliv dividend do zahraničí opět zesílil Loni vlastníci stáhli z českých firem 298,7 miliardy korun*. Dostupné z: https://ekonomickydenik.cz/odliv-dividend-do-zahranici-opet-zesilil-loni-vlastnici-stahli-z-ceskych-firem-2987-miliardy-korun/?utm_source.. [cit. 2025-04-16].

FERENČÍKOVÁ, Soňa. (2013c). *Medzinárodná expanzia firiem: stratégie, partnerstvá a ľudské zdroje*. Ekonómia. Bratislava: Iura Edition. ISBN 978-80-8078-532-1.

FINSTAT (2024). *Největší firmy v automobilovém průmyslu v České republice*. Dostupné z: <https://finstat.cz/analyzy/zebricek-nejvetsich-firem-v-automobilovem-prumyslu-v-ceske-republice..> [cit. 2025-04-16].

GHAHROUDI, Mehdi; HOSHINO, Yasuo a TURNBULL, Stephen. (2019). *Foreign direct investment : ownership advantages, firm specific factors, survival and performance*. Singapur: World Scientific. ISBN 9789813238459.

HLÍDAČ STÁTU. (2025). *Jaká je slibovaná a jaká je skutečná pomoc státu v dobách koronavirové epidemie?* Online. Dostupné z: : <https://www.hlidacstatu.cz/report/27> . [cit. 2025-04-19].

HOLMAN, Robert. (2016). *Ekonomie*. 6. vydání. Beckovy ekonomické učebnice. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-278-6.

HOLMAN, Robert. (2004). *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. Beckovy ekonomické učebnice. V Praze: C.H. Beck. ISBN 80-7179-764-2.

CHMELAR, Aleš; PÍCL, Michal; BITTNER, Jan; VOLČÍK, Stanislav a NECHUTA, Aleš. (2016). *Analýza odlivu zisků: důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření: příspěvek k debatě o udržitelnosti českého hospodářského modelu*. Praha: Úřad vlády České republiky. ISBN 978-80-7440-160-2.

JANÁČEK, Julius. (2022). *Statistika jednoduše: průvodce světem statistiky*. Praha: Grada Publishing. ISBN 9788027117383.

JUREČKA, Václav. (2017). *Makroekonomie: 3., aktualizované a rozšířené vydání*. Grada. ISBN 978-80-271-9265-6. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/kniha/makroekonomie-3032/>.

JUSTICE.CZ. (2025). *Bosch Powertrain s.r.o.* Online. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=512708>. [cit. 2025-04-16].

KLÍMEK, Petr. (2010). *Ekonometrie Studijní pomůcka pro distanční studium*. 3.vydání. Brno: Tribun EU. ISBN 978-80-7318-942-6.

MANDEL, Martin a DURČÁKOVÁ, Jaroslava. (2016). *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-287-1.

MANKIW, N. Gregory. (2019). *Macroeconomics*. Tenth edition. New York: Macmillan International Higher Education. ISBN 978-1-319-24358-6.

MARKOVÁ, Jana a ARLTOVÁ, Markéta. (2023). *Dopad odlivu důchodů z PZI na českou ekonomiku*. Online. Politická ekonomie. roč. 6, č. 71, s. 642-667. Dostupné z: <https://polek.vse.cz/pdfs/pol/2023/06/01.pdf>. [cit. 2025-02-04].

MARKOVÁ, Jana. (2014). *Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební bilance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie*. Online. Český finanční a účetní časopis. roč. 9, č. 1, s. 19-33. Dostupné z: <https://cfuc.vse.cz/pdfs/cfu/2014/01/03.pdf>. [cit. 2025-02-03].

MFČR. (2004). *Státní závěrečný účet za rok 2003*. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/statni-rozpocet/plneni-statniho-rozpocetu/2003/statni-zaverecny-ucet-za-rok-2003-1970?utm_source=chatgpt.com.. [cit. 2025-04-16].

MFČR. (2007). *Státní závěrečný účet za rok 2006*. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/statni-rozpocet/plneni-statniho-rozpocetu/2006/statni-zaverecny-ucet-za-rok-2006-1986..> [cit. 2025-04-15].

MFČR. (2017). *Makroekonomická predikce České republiky*. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/attachments/Makro-ekonomicka-predikce_2017-Q4_Makroekonomicka-predikce-listopad-2017.pdf.. [cit. 2025-04-15].

MFČR. (2021). *Makroekonomická predikce České republiky*. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2021-Q4_Makroekonomicka-predikce-listopad-2021.pdf.. [cit. 2025-04-15].

MFČR. (2024). *Makroekonomická predikce České republiky*. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-listopad-2024-57608..> [cit. 2025-04-15].

MILAN, Hrdý. (2019). *Dlouhodobý finanční management*. Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7598-319-0. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/kniha/dlouhodoby-financi-management-11111/>.

MISKOLCZI, Martina. (2010). *Nezaměstnanost, její vývoj a možnosti statistické analýzy*. Online. In: CZECHDEMOGRAPHY. Dostupné z: https://www.czechdemography.cz/res/archive/001/000185.pdf?seek=1468955244&utm_source. [cit. 2025-04-15].

MPO. (2011). *Analýza navrhované novely zákona o investičních pobídkách*. Dostupné z: https://mpo.gov.cz/assets/dokumenty/44528/50025/580793/priloha001.pdf?utm_source.. [cit. 2025-04-16].

MPSV. (2025). *Analýza poptávky po pracovní síle a nabídky pracovní síly*. Online. Dostupné z: <https://data.mpsv.cz/web/data/analyza-poptavky-po-pracovni-sile-a-nabidky-pracovni-sily>. [cit. 2025-04-15].

MUNI. (2025a). *Souborové průměry, stacionarita, ergodicita*. Dostupné z: <https://portal.matematickabiologie.cz/index.php?pg=analyza-a-modelovani-dynamickych-biologickych-dat--linearni-a-adaptivni-zpracovani-dat--nahodne-procesy-a-modely-casovych-rad-dekompozice--vybrane-statisticke-momenty-nahodnych-procesu--souborove-prumery-stacionarita-ergodicita..> [cit. 2025-04-16].

MUNI. (2025b). *Pearsonův korelační koeficient*. Dostupné z: https://mathstat.econ.muni.cz/media/12657/pear_cor.pdf.. [cit. 2025-04-16].

MĚŠEC.CZ. (2019). *Bankovníctví za socialismu: Vrcholem techniky byly diskety a magnetické pásky*. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/bankovnictvi-za-socialismu-vrcholem-techniky-byly-diskety/>.. [cit. 2025-04-16].

NOVOTNÝ, Filip. (2015). *Profitability Life Cycle of Foreign Direct Investment and its Application to the Czech Republic*. Online. ČNB. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/.galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2015_11.pdf. [cit. 2025-02-04].

OECD. (2008). *Benchmark definition of foreign direct investment*. 4th ed. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development. ISBN 978-92-64-04573-6. Dostupné také z: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264045743-en>.

OLAOYE, Favour a POTTER, Kaledio. (2024). *Impact of Foreign Direct Investment on Dividend Policy*. Online. In: EasyChair Preprint. Dostupné z: <https://easychair.org/publications/preprint/Zstt/open>. [cit. 2025-02-06].

PAVELKOVÁ, Drahomíra a VU, Hoang Duong. (2023). *Determinants of profit repatriation: Evidence from the Czech Republic and OECD countries as a group*. Online. Structural Change and Economic Dynamics. č. 67, s. 58-68. ISSN 0954-349X. Dostupné z: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0954349X23000905>. [cit. 2025-02-09].

POŠTA, Vít. (2018). *Makroekonomická analýza na příkladu české ekonomiky*. Beckova edice ekonomie. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-720-0.

QUOC, Trung Tran. (2024). *Dividend policy : a business perspective*. Emerald. ISBN 978-1-83797-987-5.

RAFAL, Warżała. (2014). *The Impact of Business Cycles on the Foreign Direct Investment Inflows to Poland*. Online. Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy. roč. 9, č. 2, s. 25-39. ISSN 2353-3293. Dostupné z: <https://journals.economic-research.pl/eq/article/view/315/283>. [cit. 2025-02-17].

RŮČKOVÁ, Petra a ROUBÍČKOVÁ, Michaela. (2012). *Finanční management*. Finance. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4047-8.

SOUKUP, Jindřich; POŠTA, Vít; NESET, Pavel a PAVELKA, Tomáš. (2022). *Makroekonomie. 4. aktualizované vydání*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-596-4.

SRHOLEC, Martin. (2004). *Přímé zahraniční investice v České republice: teorie a praxe v mezinárodním srovnání*. Praha : Linde. ISBN 80-86131-52-1.

T-MOBILE (2021). *T-Mobile v roce 2020:podpora země, rychlý růst dat a budování gigabitové společnosti*. Dostupné z: https://www.t-press.cz/cs/tiskove-materialy/tiskove-zpravy-t-mobile/t-mobile-v-roce-2020-podpora-zeme-rychly-rust-dat-a-budovani-gigabitove-spolecnosti.html?utm_source=.. [cit. 2025-04-16].

T-MOBILE (2025). *Výroční zprávy a účetní závěrky*. Dostupné z: <https://www.t-mobile.cz/podnikatele-firmy/ke-stazeni#/1273824..> [cit. 2025-04-16].

TOMŠÍK, Vladimír a MENDEL, Martin. (2018). *Hospodářský růst, platební bilance a vývoj měnového kurzu v konvergující ekonomice*. Online. In: ČNB. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Hospodarsky-rust-platebni-balance-a-vyvoj-menoveho-kurzu-v-konvergujici-ekonomice>. [cit. 2025-04-08].

WOKOUN, René a TVRDOŇ, Jozef. (2010). *Přímé zahraniční investice a regionální rozvoj*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1736-0. Dostupné také z: http://toc.nkp.cz/NKC/201106/contents/nkc20112174186_1.pdf.

ZAMRAZILOVÁ, Eva. (2021). *Základní proměny české ekonomiky v uplynulém čtvrtstoletí*. Praha: Oeconomica, nakladatelství VŠE. ISBN 978-80-245-2411-5.

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Fáze ekonomického cyklu (Jurečka a kol., 2017, s. 262).....	34
Graf 2 Vývoj životního cyklu PZI (Marková, Artlová, 2023, s.645)	39
Graf 3 Vývoj HDP (vlastní zpracování; ČSÚ, ©2025a).....	44
Graf 4 Podíl složek na HDP (vlastní zpracování; ČSÚ, ©2025a, 2025b)	47
Graf 5 Vývoj reálného HDP a potenciálního produktu ČR	49
Graf 6 Produkční mezera (vlastní zpracování, ARAD, ©2025b)	51
Graf 7 Vývoj nezaměstnanosti a reálného HDP (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025c).....	53
Graf 8 Platební bilance (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c).....	54
Graf 9 Vývoj položek finančního účtu (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c).....	56
Graf 10 Vývoj běžného účtu platební bilance (vlastní zpracování, ARAD, ©2025c).....	57
Graf 11 Vývoj cenové hladiny (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025, e, f, g, h, ch, i, j, k,))....	61
Graf 12 Vývoj indexu cen dovozu a vývozu (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025l, m).....	64
Graf 13 Vývoj hrubého fixního kapitálu (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025a)	65
Graf 14 Vývoj THFK vláda a soukromé firmy (vlastní zpracování, ČSÚ, ©2025a, b, o) ..	66
Graf 15 Příliv PZI (vlastní zpracování, ARAD, ©2025d, e)	68
Graf 16 Stav PZI (vlastní zpracování, ARAD, ©2025f, e).....	70
Graf 17 Vývoj důchodů z přímých zahraničních investic.....	71
Graf 18 Vývoj celkového důchodu a dividend z PZI v reálném vyjádření.....	74
Graf 19 Míra repatriace dividend a výnosnost PZI.....	75
Graf 20 Snížení hrubého národního důchodu vlivem repatriace dividend	77
Graf 21 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend.....	89
Graf 22 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend a reálného HDP, T-Mobile.....	94
Graf 23 Vývoj čistého zisku, repatriovaných dividend a reálného HDP, ČSOB.....	102

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Podíl vyplacených dividend na zisku	73
Tabulka 2 Podíl na odlivu dividend dle sektorů OKEČ	78
Tabulka 3 Podíl odlivu dividend dle NACE Rev.2	79
Tabulka 4 Podíl odlivu dividend dle zemí přímého investora	80
Tabulka 5 Absolutní ukazatele Bosch Powertrain	86
Tabulka 6 Stav PZI a poměrové ukazatele Bosch Powertrain	87
Tabulka 7 Složky celkového odlivu důchodů Bosch Powetrain	88
Tabulka 8 Absolutní ukazatele T-Mobile (vlastní zpracování, dle účetní závěrky)	92
Tabulka 9 Stav PZI a poměrové ukazatele T-Mobile	93
Tabulka 10 Absolutní ukazatele ČSOB (vlastní zpracování, dle účetní závěrky)	98
Tabulka 11 Stav PZI a poměrové ukazatele ČSOB	101
Tabulka 12 Hodnoty proměnných, model 1	107
Tabulka 13 Koeficienty funkce, model 1	108
Tabulka 14 Průměrná hodnota reziduí, model 1	111
Tabulka 15 Hodnoty proměnných, model 2	115
Tabulka 16 Koeficienty funkce, model 2	115
Tabulka 17 Průměrná hodnota reziduí model 2 (vlastní zpracování)	118

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
BPM6	Balance of Payment Manual
PZI	přímá zahraniční investice
p.b.	procentní bod
HDP	hrubý domácí produkt
THFK	tvorba hrubého fixního kapitálu

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Model 1

Příloha P II: Model 2

PŘÍLOHA P I: MODEL 1

Regresní analýza

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,458579581
Hodnota spolehlivosti R	0,210295232
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,17439956
Chyba stř. hodnoty	0,192179764
Pozorování	24

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,216372796	0,216372796	5,858512301	0,024206787
Rezidua	22	0,812527356	0,036933062		
Celkem	23	1,028900152			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-0,010062219	0,07249415	-0,13880043	0,890870575	-0,160405884	0,140281446	-0,160405884	0,140281446
x - Změna HDP	2,819112876	1,164712649	2,420436387	0,024206787	0,403646681	5,234579071	0,403646681	5,234579071

White test

Whiteův test heteroskedasticity
OLS, za použití pozorování 2000-2023 (T = 24)
Závisle proměnná: uhat²

	koeficient	směr. chyba	t-podíl	p-hodnota
const	0,0221042	0,0176778	1,250	0,2249
xZmenaHDP	0,272294	0,651651	0,4179	0,6803
sq_xZmenaHDP	-0,645653	6,63818	-0,09726	0,9234

Neadjustovaný koeficient determinace = 0,029447

Testovací statistika: $TR^2 = 0,706724$,
s p-hodnotou = $P(\text{Chi-kvadrát}(2) > 0,706724) = 0,702323$

Shapiro - Wilk test

Shapiro-Wilkův W test = 0,993301, s p-hodnotou 0,999757

Durbin - Watson test

Durbin-Watsonova statistika = 1,63952

H1: positive autocorrelation

p-hodnota = 0,161697

H1: negative autocorrelation

p-hodnota = 0,838303

Kritické hodnoty Durbin – Watson test

5% kritické hodnoty pro Durbin-Watsonovu statistiku, n = 24, k = 1

dL = 1,2728

dU = 1,4458

PŘÍLOHA P II: MODEL 2

Regresní analýza

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,546491565
Hodnota spolehlivosti R	0,29865303
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,266773622
Chyba stř. hodnoty	0,257857453
Pozorování	24

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,62289674	0,62289674	9,368211381	0,005726327
Rezidua	22	1,462790252	0,066490466		
Celkem	23	2,085686992			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	0,08440209	0,063183331	1,335828439	0,195260945	-0,046632118	0,215436299	-0,046632118	0,215436299
x - Změna zisku	0,778074914	0,254210259	3,060753401	0,005726327	0,250875105	1,305274723	0,250875105	1,305274723

White test

Whiteův test heteroskedasticity

OLS, za použití pozorování 2000-2023 (T = 24)

Závisle proměnná: $uhat^2$

	koeficient	směr. chyba	t-podíl	p-hodnota	
const	0,0547687	0,0253493	2,161	0,0424	**
xZmenazisku	0,141168	0,161141	0,8761	0,3909	
sq_xZmenazisku	-0,214147	0,383026	-0,5591	0,5820	

Neadjustovaný koeficient determinace = 0,037317

Testovací statistika: $TR^2 = 0,895609$,

s p-hodnotou = $P(\text{Chi-kvadrát}(2) > 0,895609) = 0,639029$

Shapiro - Wilk test

Shapiro-Wilkův W test = 0,934744, s p-hodnotou 0,124474

Durbin - Watson test

Durbin-Watsonova statistika = 1,89703

H1: positive autocorrelation

p-hodnota = 0,386498

H1: negative autocorrelation

p-hodnota = 0,613502

Kritické hodnoty Durbin – Watson test

5% kritické hodnoty pro Durbin-Watsonovu statistiku, n = 24, k = 1

dL = 1,2728

dU = 1,4458